Die Industrie-Obligation

Inaugural-Dissertation

vorgelegt der

Hohen juristischen Fakultät der Universität Bern

zur

Erlangung der Würde eines Doctor rerum politicarum

von

Franz Portmann aus Escholzmatt (Kt. Luzern)

Buchdruckerei Max Arnold, Escholzmatt
1932

Die Industrie-Obligation

Inaugural-Dissertation

vorgelegt der

Hohen juristischen Fakultät der Universität Bern

zur

Erlangung der Würde eines Doctor rerum politicarum

von

Franz Portmann aus Escholzmatt (Kt. Luzern)

Buchdruckerei Max Arnold, Escholzmatt
1932

Meinen lieben Eltern
aus aufrichtiger Dankbarkeit
gewidmet

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Vorwort

Es ist für jeden Studenten schwer, ein Dissertationsthema zu wählen, das sich nicht nur in theoretischen Erörterungen erschöpft, sondern auch mit dem Wirtschaftsleben in engem Zusammenhang steht. Einerseits ist dies der rein theoretischen Einstellung des Studierenden, andererseits einer gewissen, oft verständlichen Abneigung der Privatwirtschaft gegenüber allzu weitgehender Publizität zuzuschreiben. Wenn ich im Verlaufe meines Studiums auf vorliegendes Thema gekommen bin, habe ich dies meinem verehrten Professor, Herrn Dr. Töndury, zu verdanken, der mir auch während der Ausarbeitung des Themas mit Rat und Tat zur Seite stund. Das Interesse, welches er meiner Arbeit stets entgegenbrachte, sei ihm auch an dieser Stelle bestens verdankt. Ferner spreche ich dem Direktor der Spar- und Leihkasse in Bern, Herrn Direktor E. Ott, meinen besten Dank aus. Er hat mir als Praktiker und Autorität im schweizerischen Emissionswesen wertvolle Angaben und Erläuterungen gegeben und vielfach Einsicht in das Material verschafft.

Ueber die Emission der Industrieobligation, ihre privat- und volkswirtschaftliche Bedeutung für die Industrie, ist bis jetzt nur wenig erschienen. Es freut mich, dass es mir vergönnt ist, als einer der ersten diese ausserordentlich wichtige Finanzierungsart zu untersuchen. Wenn die vorliegende Arbeit auch nicht Anspruch auf Vollkommenheit machen kann, so hoffe ich doch, damit der Industrieobligation diejenige Bedeutung zugewiesen zu haben, die sie infolge ihrer häufigen Verwendung bei der Finanzierung der schweizerischen Industrie verdient.

Wenn mir dies gelungen ist, so ist der Zweck der Arbeit erreicht.

Bern, im Juni 1930.

Der Verfasser.

Inhalts-Verzeichnis

Seite

Literatur VI
Einleitung 1

I. TEIL

1. Kapitel.

Die Rolle der Industrie-Obligation bei Finanzierungen.

1. Die Finanzierung mittelst Fremdkapital 3
2. Die Ausgabe von Industrie-Obligationen zur Beschaffung von langfristigem Fremdkapital 16
3. Das Verhältnis zwischen Obligationen- und Aktienkapital . . . 23

2. Kapitel.

Die Emission der Industrie-Obligation.

I. Die Emissionszeit 33

II. Die Arten der Emission 35
1. Die direkte des Schuldners 35
2. Die indirekte durch Vermittlung der Bank 36
   a. Kommissionsweise Vermittlung 37
   b. Die feste Uebernahme 38
   c. Die Garantieübernahme 39
      1. Subskription 43
      2. Die Einführung an der Börse 53
      3. Der Schalterverkauf 58

III. Die Ausstattung und die Sicherstellung der Industrie-Obligationen . 60
   a. Der Zinsfuss 60
   b. Der Begebungskurs 65
   c. Laufzeit, Kündigung, Rückzahlung und Stückelung der Industrie-obligation 67
   d. Die Sicherstellung 77
      Generelle Sicherheit 78
      Spezielle Sicherheit 79

Seite

IV. Neueste Anleihetypen 86
1. Die Gewinnobligation 86
2. Die Wandelobligation 87
3. Die Bezugsrechtsobligation 90

V. Buchungen 92

II. TEIL.

Die allgemeine wirtschaftliche Bedeutung der Industrie-Obligation.

3. Kapitel.

Vom privatwirtschaftlichen Standpunkt aus. 97

1. Die Industrie-Obligation als eine besondere Effektenart für die Finanzierung der schweizerischen Industrie 97
2. Reformvorschläge für die Obligationen-Finanzierung 105

4. Kapitel.

Vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus. 109

Literatur-Verzeichnis

Baumgarten: Der Bankkredit der „leichten" Industrie. Diss. Freiburg i. B. 1914.

Böhler E. Die Finanzierung industrieller Unternehmungen. S. A. aus Schweizer Schriften für rationelles Wirtschaften. Bd. 7, 1928.

Böhler E. Amerikanische Finanzierungsmethoden. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik. Jena 1926, Bd. 124.

Calmès A. Administration financière des entreprises et des sociétés. IIième édition, 1928.

Le Coultre. Handwörterbuch für Betriebswirtschaft. S. 1408.

Dorow W. Die Obligationsausgabe industrieller Unternehmungen in der Kriegs- und Nachkriegszeit. Diss. Berlin 1924.

Freund, G. Die Rechtsverhältnisse der öffentlichen Anleihen. Berlin 1907.

Frey J., Huber E., Landmann J. und **Virieux F.** Gutachten zur Frage der bundesgesetzlichen Regelung des Pfandbriefwesens.

Herzog S. Handbuch der industriellen Finanzierungen. Stuttgart 1914.

Hübner O. Aktiendividende und Anleihezins. Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jahrg. 3, S. 904 ff.

Im Hof, Joehr und **Landmann.** Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 4. Okt. 1917.

Kalveram W. Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England. Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jahrg. I, S. 414 ff. Jahrg. II, S. 291 ff. und S. 506 ff.

Kurz und **Bachmann.** Die schweizerischen Grossbanken. Basel 1928.

Laepple V. Das schweizerische Emissionsgeschäft. Diss. Basel 1923.

Landmann J. Bankpolitische Tagesfragen. Basel 1913.

Lardelli A. Die Obligation der A.-G., insbesondere nach schweizerischem und deutschem Recht. Diss. Zürich 1913.

Leutenegger. Das Anleihe-Emissionsgeschäft der schweizerischen Banken. Diss. Zürich 1924.

Levi S. Der Geschäftskreis der schweizerischen Grossaktienbanken mit besonderer Berücksichtigung der Geschäftsbeziehungen zu Industrie- und Eisenbahnunternehmungen. Diss. Zürich 1914.

Liefmann R. Die Unternehmungsformen. Stuttgart 1912.

Lüscher-Burckhardt. Die schweizerischen Börsen.

Matschoss. Zur Frage des langfristigen industriellen Kredites. „Technik und Wirtschaft", Jahrg. 1911, Heft 1.

Meyer A. Die Kapitalanlage. Zürich 1912.

Meyer O. Das Bankobligationengeschäft der schweizerischen Banken. Diss. Freiburg i. Ue. 1928.

Philippovich E., von. Grundriss der politischen Oekonomie. I. Bd., 16. Aufl. Tübingen 1921.

Polak N. J. Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer. Berlin 1926. (Uebersetzt von Dr. Rosa Philips, Betriebs- und Finanzwirtschaftliche Forschungen, II. Serie, Heft 25.)

Prion W. Zur Lehre vom Kredit. Zeitschrift für Betriebswirtschaft. Jahrg. I, Heft 1 und 2.

Prion W. Handwörterbuch für Betriebswirtschaft. S. 139 ff.

Schmalenbach E. Finanzierungen. 2. Aufl. 1922 und 4. Aufl. Leipzig 1928.

Seeling O. Die Industrieobligation. Betriebs- u. Finanzwirtschaftliche Forschungen. Jahrg. 1920, Heft 1.

Somary F. Bankpolitik. Tübingen 1915.

Stampfli A. Kursgestaltung, Laufzeit und Rendite von Obligationen. Schweiz. handelswissenschaftliche Zeitschrift, 19. Jahrg., No. 11 und 12.

Vogt O. Zur Industriepolitik der schweizerischen Grossbanken. 1922.

Wieser C. W. Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie. Jena 1919.

Zimmermann H. Die Jahresbilanz der A.-G. nach deutschem und schweizerischem Recht.

Zollinger M. Die Finanzierung der schweizerischen Maschinengrossindustrie. Diss. Bern 1925.

Schweizerisches Finanzjahrbuch.
Monatsberichte des Schweizerischen Bankvereins.
Bankarchiv.
Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik.
Zeitschrift für Betriebswirtschaft.
Jahrbücher für Nationalökonomie.
Jahresberichte verschiedener schweizerischer Banken.
Neue Zürcher Zeitung, Handelsteil.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41544718_0087

Einleitung

Mit der gewaltigen Ausdehnung von Handel und Industrie im 19. und 20. Jahrhundert rückte auch das Problem der Finanzierung stark in den Vordergrund. Früher genügte den meisten Unternehmungen die eigene Kapitalkraft. Die Personengesellschaften waren die ausschliessliche Gesellschaftsform. Als aber die Produktion immer grössere Anlagen in Maschinen und Gebäuden erforderte, vollzog sich eine Aenderung. Die Personengesellschaften wandelten sich zu einem grossen Teil in Kapitalgesellschaften um, unter welchen die Aktiengesellschaft die bedeutendste ist. Diese kann infolge ihrer Struktur theoretisch unbegrenzt viel Eigenkapital konzentrieren. Wir sehen aber noch eine weitere Aenderung. Wenn früher die industriellen Unternehmungen inbezug auf die Kapitalbeschaffung autarkisch waren, so beanspruchen sie jetzt in immer höherem Masse den Kredit, der ihnen von den Banken und von Privaten zur Verfügung gestellt wird. Heute muss sich jeder Unternehmer fragen, auf welche Art er sich die nötigen Mittel beschaffen will und kann. Es stehen ihm dabei folgende Wege zur Verfügung:

1. Finanzierung durch Eigenkapital.

Bei der Personengesellschaft ist dieser in der Finanzkraft der einzelnen Teilhaber eine relativ enge Grenze gesetzt. Will sie darüber hinaus sich dennoch eigene Mittel beschaffen, so ist sie gezwungen, einen neuen Gesellschafter aufzunehmen. Dabei entsteht aber für sie der Nachteil, dass dieser den Gang des Geschäftes beeinflussen kann. Die Personengesellschaften werden daher die Herbeiziehung von fremden Kapitalien der Aufnahme eines neuen Gesellschafters vorziehen, es sei denn, dass es sich darum handelt, einen Gesellschafter zu gewinnen, der infolge von gewissen Fähigkeiten oder Kenntnissen auf die geschäftliche Entwicklung befruchtend wirken kann.

Anders verhält es sich bei den Kapitalgesellschaften (Kommandit-Aktiengesellschaft und Aktiengesellschaft). Wie schon oben bemerkt, ist diesen für die Aufnahme von Eigenkapital theoretisch keine Grenze gesetzt. Wir sehen denn auch Ak-

tiengesellschaften mit riesigen Eigenkapitalien (200 Millionen Franken und mehr). Wie wir aber sehen werden, sind auch sie in zahlreichen Fällen gezwungen, auf die weitere Finanzierung mittelst Eigenkapital zu verzichten, da eine andere Finanzierungsart ihnen grössere Vorteile bringen kann.

2. Finanzierung durch Fremdkapital.

Diese spielt eine immer grössere Rolle bei der heutigen Industriefinanzierung. Nachstehende Tabelle zeigt uns die grosse Bedeutung, welche die Fremdkapitalien für die schweizerischen Industriegesellschaften haben.

Schweiz. Industriegesellschaften	1925	1924	1923	1922	1921	1920	1919
Anzahl der berücksichtigten Gesellschaften	234	242	239	253	239	225	278
A. Eigene Gelder	*in Millionen Franken*						
Einbez. Aktienkapital . .	1312	1303	1213	1196	1187	1095	1176
Offene Reserven	186	189	201	169	172	198	207
Summe der eigenen Gelder	1498	1491	1414	1365	1359	1293	1383
Langfristige Schulden . .	929	893	879	797	740	664	698
Kurzfristige „ . .	558	576	667	658	751	888	951
Summe der fremden Gelder	1487	1469	1546	1455	1491	1552	1649

Würden wir aber die Bilanzen der einzelnen Gesellschaften betrachten, so könnten wir feststellen, dass oft die fremden Kapitalien das Eigenkapital um ein Mehrfaches übersteigen. Es wäre überaus interessant, nähere Untersuchungen über das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital in den verschiedenen Unternehmungen und Industriegruppen anzustellen, doch beschränken wir uns in dieser Arbeit auf die Darstellung der fremden Kapitalien und ihrer Bedeutung bei der Industriefinanzierung.

Je nach der Verwendung der fremden Kapitalien wird eine Unternehmung solche auf kurze oder lange Frist aufnehmen, und wir unterscheiden daher kurzfristige und langfristige Fremdkapitalien. Im ersten Kapitel werden wir diese beiden näher untersuchen, um später das wichtigste Fremdkapital, das Obligationenkapital, zu besprechen.

I. TEIL.

1. Kapitel.

Die Rolle der Industrieobligation bei Finanzierungen.

1. Die Finanzierung mittelst Fremdkapital.

Die wichtigsten Erscheinungsformen des kurzfristigen Fremdkapitals sind die Lieferanten- und Bankkredite. Daneben sind die Vorauszahlungen der Abnehmer zu berücksichtigen.

a) Der Lieferantenkredit.

Der Käufer erhält vom Lieferanten die Ware gegen das Versprechen, den Kaufpreis in einem spätern Zeitpunkt an den Lieferanten zu zahlen. In der Regel muss aber die gestundete Kaufpreissumme nach Ablauf von drei Monaten — spätestens jedoch nach dem Weiterverkauf der Ware — an den Lieferanten gezahlt werden.*) Es handelt sich also hier um einen ausgesprochen kurzfristigen Kredit. Dem Lieferantenkredit sind in der Kreditwürdigkeit des Abnehmers und vor allem in der beschränkten Kapitalkraft der Lieferanten ziemlich enge Grenzen gezogen. Er wird daher bei der Finanzierung der Industrie eine untergeordnete Rolle spielen, da diese für die Speisung ihres Betriebskapitals ungleich grösserer Kapitalien bedarf. Leider lässt sich die Höhe des Lieferantenkredites aus den veröffentlichten Bilanzen der verschiedenen Industrieunternehmungen nicht ermitteln, da unter den Posten Kreditoren in der Regel nicht nur Kreditoren aus Warenlieferungen, sondern auch alle übrigen enthalten sind. Der Lieferantenkredit wird, wie Calmès **) richtig bemerkt, häufig von kleinen Gewerbetreibenden, ehemaligen Arbeitern oder Angestellten, benutzt, die sich mit ihren Ersparnissen und durch Unterstützung seitens der Lieferanten selbständig zu machen suchen. Der Lieferant, der auf die Intelligenz und die Geschäftstüchtigkeit dieser Leute baut, liefert ihnen nicht nur den notwendigen Vorrat an Rohstoffen und Waren, sondern gibt ihnen oft auch Vorschüsse für die Bezahlung der ersten Unkosten. Damit hofft er, sich einen neuen, treuen, von seiner Gunst abhängigen Kunden zu erwerben. Dass dieser Lieferantenkredit für den Kreditnehmer lästig und verhängnisvoll werden kann, liegt auf der Hand. Hat der Lieferant seinerseits Kapital notwendig, so

*) Prion a. a. O. S. 139.
**) Calmès a. a. O. S. 69.

wird er versuchen, sich solches durch Inanspruchnahme von Fremdkapital zuzuführen; gelingt ihm dies aber nicht, so sieht er sich gezwungen, die Kreditgewährung an die Abnehmer einzuschränken. Dadurch wird dem Lieferantenkredit der Stempel des Unbeständigen und Zufälligen aufgedrückt, das auf den kreditnehmenden Betrieb störend zurückwirkt. Jeden Augenblick muss der Kreditnehmer gewärtigen, dass Bezahlung verlangt wird, und er gezwungen sein wird, mit Verlust flüssige Mittel zu erlangen. Um den Kreditgeber zufrieden zu stellen, muss der Abnehmer oft auch Waren entgegennehmen, deren Qualität und Preise für ihn ungünstig sind, ohne dass ihm die Möglichkeit offen steht, sich an die Konkurrenz zu wenden. Alle diese, dem Lieferantenkredit anhaftenden Nachteile müssen den Kreditsuchenden veranlassen, sich nach einer andern Kreditquelle umzusehen. Insbesondere wird dies aber für den häufigen Fall nötig, wo es dem Kreditnehmer nicht auf einen Warenkredit, sondern auf einen reinen Geldkredit ankommt.*) Diese andere Kreditquelle ist der Bankkredit.

b) Der Bankkredit.

Die Banken gewähren dem Industriellen den Kredit, indem sie ihm das Leihkapital in der Form des Geldes zur Verfügung stellen.**) Diese Definition trifft aber u. E. nicht auf alle Arten des Bankkredites zu. Beim Akzeptkredit ist nicht die Hingabe von Geld seitens der Bank das Primäre. Erst, wenn der Wechselschuldner seinen Verpflichtungen nicht nachkommt, muss die Bank Geld zur Verfügung stellen, da sie als Akzeptant für die Bezahlung des Wechsels haftet.

Nach den Zwecken, zu denen die Industrie die ihr zur Verfügung gestellten Bankgelder verwendet, können wir zwei grosse Gruppen des industriellen Bankkredites unterscheiden. Der Bankkredit kann erstens zur Beschaffung von Betriebskapital, für Lohnzahlungen, Finanzierung von Vorräten, Debitoren usw. dienen und zweitens dazu, feste Anlagen vorzubereiten, wodurch er sich dann später in Anlagekapital verwandelt. Die Rückzahlung der Kredite, die der ersten Gruppe angehören, erfolgt grundsätzlich unmittelbar aus dem Erlös der Fabrikate.***) Die Rückzahlung der in den Anlagen, Grundstücken, Gebäuden, Maschinen usw. investierten und immobilisierten Bankgelder erfolgt dagegen in der Regel nicht direkt, sondern durch eine spätere Erhöhung des Gesellschaftskapitals, durch die Emission von Obligationen oder seltener

*) Prion a. a. O. S. 140.
**) Prion a. a. O. S. 140.
***) C. W. von Wieser a. a. O. S. 291.

durch den zurückgestellten Gewinn. Eine andere Art der Verwendung der Bankgelder, nämlich die Zahlung der erzielten, aber im Betrieb festgelegten Dividende, kommt hier nicht in Betracht, und zwar aus dem Grunde, weil sich dieser Vorgang, der einen erzielten Gewinn in Anlagen immobilisiert, auf eine der vorhergehenden Gruppen, regelmässig auf die zweite reduzieren lässt. Ein solcher „Dividendenkredit" dient ja zur Finanzierung von Anlagen, aus denen der Betriebsgewinn zwecks Ausschüttung der Dividende herausgezogen werden soll.

Die Gewährung eines Kredites der ersten Art, der in der Regel auf kürzere Frist beschränkt wird, bietet keine grosse Schwierigkeiten. Solche Anlagen sind für die Banken erwünscht, da sie liquide und sehr rentabel sind. Zweifellos bilden diese Kredite, gewährt im Hinblick auf einzelne oder mehrere Geschäfte, sogenannte „Saisonkredite", einen grossen Bestandteil der von der schweizerischen Industrie aufgenommenen Fremdkapitalien. Eine zahlenmässige Würdigung ist uns aber nicht möglich, da einerseits die Banken diese Art der gewährten Kredite in ihren Bilanzen nicht besonders aufweisen, und anderseits auch in den Bilanzen der industriellen Unternehmungen die Bankschulden von den sonstigen Kreditoren nur selten getrennt aufgeführt werden. Dazu kommt, dass bei der Aufstellung der Bilanz, für welche ja stets die stillste Zeit des Geschäftsjahres ausgewählt wird, solche Kredite gewöhnlich abgedeckt sind und also gar nicht in der Bilanz erscheinen können.

Schwerwiegender ist die Gewährung von Bankkrediten, die vom Kapitalnehmer in den Anlagen immobilisiert werden. Auch diese sind in der Regel kurzfristig, und der Kreditnehmer muss immer damit rechnen, dass ihm auf Ende einer Periode der Kredit von den Banken entzogen wird, was dann der Fall sein wird, wenn die Rückbezüge der Kunden einen solchen Umfang annehmen, dass die Bank gezwungen ist, ihre disponiblen Mittel zu vergrössern und damit den an ihre Debitoren gewährten Kredit zu verkürzen. In normalen Zeiten ist die Bank in der Regel geneigt, den gewährten Kredit am Ende einer Periode entweder ausdrücklich oder stillschweigend zu erneuern. Damit entsteht aus einem prinzipiell kurzfristigen Kredit durch die stete Erneuerung ein praktisch langfristiger, der vom Industriellen nicht für den vorübergehenden Kapitalbedarf, sondern für die Finanzierung normalen Bedarfs an Betriebs- und Anlagekapital herangezogen wird. Wegen den daraus entstehenden Folgen, die sowohl für den Kreditgeber, die Bank, wie auch für den Kreditnehmer, die industrielle Unternehmung, oft schwerwiegender Natur sind, wird von

vielen Theoretikern vor einer solchen Verwendung des Bankkredites gewarnt. Le Coultre *) behauptete, dass eine solche Verwendung eine Krankheit darstelle, und sieht den Bankkredit stets nur als einen Aushelfer an. Calmès **) schreibt darüber: „L'industriel doit toujours compter avec la nécessité de rembourser le credit à la fin du terme convenu et il agirait imprudent, s'il employait ces fonds à des immobilisations. L'avance en banque ne peut que servir à renforcer son capital circulant." Auch Westermann ***) verwirft grundsätzlich die Verwendung von Bankkredit für die Finanzierung von Anlagen: „Im allgemeinen muss die Gewährung von Anlagekredit für die Banken grundsätzlich verworfen werden." Trotzdem kommt die Verwendung von Bankkrediten für Anlagezwecke häufig vor. Einerseits sind es junge Unternehmungen, die noch nicht bekannt genug sind, um mit Erfolg eine Aktien- oder Obligationen-Emission vorzunehmen, die von einer langfristigen Verwendung des Bankkredites Gebrauch machen, andererseits nehmen aber auch ältere, bekannte Gesellschaften einen solchen Bankkredit als „vorläufigen Anlagekredit" auf, weil der Zeitpunkt einer Aktien- oder Obligationen-Emission für sie ungünstig ist.

In der Praxis geschieht die Gewährung eines solchen „langfristigen" Bankkredites sehr oft, und die Gefahren, die die Bank dabei läuft, scheinen uns von obigen Autoren ein wenig zu stark betont. Wohl wird jede Bank bei der Krediterteilung den Moment der Liquidität stets vor Augen halten müssen, will sie nicht durch Verluste eines besseren belehrt werden. Die von ihr gewährten Kredite müssen daher in ihrer Grosszahl kurzfristig sein. Aber wie auch Polak [1]) sehr richtig bemerkt, können die Banken auch sehr wohl Kapitalien auf längere Frist kreditieren, da auch ihnen solche auf lange Frist zur Verfügung gestellt werden (Eigenkapital, Obligationenkapital). Allerdings gehen viele in der Gewährung langfristiger Kapitalien über das vernünftige Mass hinaus, und sie müssen die gewährten, festgefrorenen Kredite zu fundieren suchen, indem sie den Schuldner veranlassen, Aktien oder Obligationen zu emittieren. Der Nachteil besteht aber für den Schuldner darin, dass er unter dem Druck der Bank auch zu ungünstigen Zeiten eine Emission vornehmen muss, und für die Bank, dass es für sie oft unvermeidlich ist, eine grössere Anzahl dieser Aktien oder Obligationen in ihrem Portefeuille zu behalten.

*) Le Coultre a. a. O. S. 1408.
**) Calmès a. a. O. S. 115.
***) Westermann zitiert bei Polak a. a. O. S. 48.
[1]) Polak a. a. O. S. 48.

Die Unterlagen für die Beurteilung des Bankkredites, der in Anlagen investiert wird, sind umfangreicher, als diejenigen für den Bankkredit vorübergehenden Kapitalbedarfs. In erster Linie kommen die in den Emissionsprospekten enthaltenen Angaben über den Zweck der Emission in Betracht, ferner die Generalversammlungsberichte usw. und schliesslich die Ziffern der Bilanzen einer Reihe aufeinanderfolgender Jahre. Das Bild, das diese in einem solchen Fall bieten, ist bekannt: Bei stetigem Wachsen der Grundstück- und Anlagekonten zunächst ein Schwinden der flüssigen Mittel und der Bankguthaben, dann Anwachsen der Kreditoren und schliesslich dem Erscheinen der neuen Aktien oder Obligationen mit gleichzeitiger Erhöhung der flüssigen Mittel und Bankguthaben und Rückgang der Kreditoren.*) Wie wir aus der Zusammenstellung auf Seite 22 sehen, dient ein beträchtlicher Teil des durch Obligationen-Emissionen aufgenommenen Kapitals zur Abdeckung solcher Bankschulden.

Die Banken stellen der Industrie den Kredit zur Verfügung in der Form des Kontokorrent- und des Akzeptkredites.

I. Der Kontokorrent-Kredit.

Wir definieren den Kontokorrentkredit als ein Darlehen der Bank in laufender Rechnung. Darunter kann man alle Akkreditivgeschäfte der Bank zusammenfassen, insoweit sie über laufende Rechnung geführt werden, d. h. wir haben in diesem Fall unter Kontokorrent-Kredit ebensowohl das Diskontierungs-, Lombard-, Akzeptgeschäft, wie die eigentliche Kreditgewährung in laufender Rechnung zu verstehen. Der Akzeptkredit ist aber in seinem Wesen so verschieden und für die Finanzierung der Industrie so wichtig, dass wir diesen für sich näher untersuchen werden.

Der Kontokorrent-Kredit entspricht am besten den Bedürfnissen der Industrie und des Handels. In jedem industriellen Unternehmen wird oft Kapital freigesetzt, um später wiederum benötigt zu werden. Um nun aber dieses freigesetzte Kapital nicht zinslos liegen zu lassen, und um das Produktionskapital während der Produktionsperiode ungestört fungieren zu lassen, ist eine Verbindung mit der Bank in der Form des Kontokorrentes unerlässlich.**) Das Kontokorrent bietet die nötige Bewegungsfreiheit, indem der Industrielle das überflüssige Geld einzahlen und für die Produktion nötiges Kapital ganz oder in Teilbeträgen abheben kann. Der Kontokorrentkredit ist die hauptsächlichste Ursache, dass die schweizerische Industrie sich entwickeln konnte, trotzdem ihr die

*) C. W. von Wieser a. a. O. S. 295.
**) Levy a. a. O. S. 22.

natürlichen Voraussetzungen nicht günstig sind. Sie war auf ihn angewiesen, da, wo Industrien anderer Länder andere Kreditformen zur Verfügung hatten. (Verschiffungskredite, Diskontokredite für Ueberseewechsel usw.) Gerade für viele kleinere Unternehmungen ist er eine Existenzfrage, da wie Herz *) richtig betont, „der Kontokorrent-Kredit für kleine Unternehmungen dasselbe ist, wie Obligationenausgabe, die nur in grösseren Beträgen möglich ist, für grosse". Der Kontokorrent-Kredit wird entweder gewährt als Personalkredit (Blankokredit) oder als Realkredit (gedeckter Kredit).

1. Der Blankokredit.

Wie schon der Name sagt, wird dieser ohne spezielle Sicherheit (blanko) gewährt, in der Regel aber nur an Firmen, die im Handelsregister eingetragen sind. **) Als Kriterium für die Gewährung eines Blankokredites zieht die Bank in Betracht: Die eigenen Mittel des Schuldners, das Ansehen der Firma, die Rentabilität der Unternehmung usw., also alles rein persönliche Eigenschaften. Die grosse Gefahr besteht für die kreditierende Bank darin, dass der Industrielle auch bei andern Banken Kredite in Anspruch nimmt und ihm so die Banken, ohne es zu ahnen, weit über seine Kreditfähigkeit hinaus kreditieren. Aus diesem Grunde kam es früher oft vor, dass die Banken von den Kreditnehmern verlangten, alle ihre bankgeschäftlichen Transaktionen über das Bankkonto gehen zu lassen und bei einer andern Bank keine Rechnung zu unterhalten. Dieses Ideal kommt aber in der Schweiz kaum mehr vor.

Vor dem Kriege war die Schweiz bekannt als das Land, in welchem die Banken zu einem grossen Teil Blankokredite an Industrielle gewähren. Das rührte vor allem daher, weil die Grosszahl der schweizerischen industriellen Unternehmungen noch persönliche Unternehmungen waren und bei einem ausgedehnten Kreditbedürfnis nicht über die Sicherheiten verfügten, die gedeckte Kredite verlangten, wie andere Länder. Dies hat sich aber seit dem Kriege auch bei uns geändert, wie uns die Zusammenstellung auf Seite 10 deutlich zeigt. Dass die Banken bei der Gewährung eines solchen Blankokredites vorsichtig sein müssen, ist selbstverständlich. Weil sie keine Realsicherheiten erhalten, suchen sie sich auf eine andere Art vor Verlusten zu schützen. Dies geschieht durch eine sorgfältige Kontrollierung und Ueberwachung der industriellen Unternehmung (Einsicht in die Bücher usw.),

*) Herz, „Die Banken der Pfalz und ihre Beziehungen zur Pfalzerindustrie". Zitiert bei Vogt a. a. O. S. 40.

**) Kurz und Bachmann a. a. O. S. 48.

und wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt, mittelst Entsendung einer, der Bank nahestehenden Person in den Verwaltungsrat der A.-G.

2. Der gedeckte Kontokorrent-Kredit.

Der Schuldner setzt hier der Bank eine Realsicherheit zu Pfand, um sie für eine eintretende Einbusse zu decken. Als Realsicherheiten kommen in Betracht: Wertpapiere (Aktien, Obligationen usw.), Hypothekarverschreibungen, Wechsel, Bürgschaften. Die Bank kann so bei Unmöglichkeit einer Schuldenrückzahlung in der Veräusserung der Hinterlagen Befriedigung suchen. Es ist nun aber auch der gedeckte Kontokorrent-Kredit nicht risikolos. In Fachkreisen nimmt man im Gegenteil an, dass die ungedeckten Kredite einen grösseren Rückhalt als die gedeckten bieten: „Nun lehrt aber die Erfahrung, dass die Risiken der gedeckten Kredite durchschnittlich grösser sind als die der ungedeckten, natürlich vorausgesetzt, dass diese nur unter Beobachtung der nötigen Vorsicht bewilligt werden.“ *) Diese Annahme rührt einerseits von der grossen Vorsicht unserer Banken bei der Gewährung von ungedeckten Krediten her und anderseits daher, dass die Bank in der Regel selten aus der Versilberung der Hinterlagsobjekte volle Befriedigung erlangen kann. Die starken Schwankungen der Wertpapiere und der Warenbewertungen liegen in der Natur dieser Objekte selbst; aber auch die Hypothekarverschreibungen können beim gedeckten Kontokorrentkredit als nicht durchaus sicher erscheinen, weil eine in der Krise „ausser Betrieb befindliche Fabrik nur für den Wert des Bauterrains und den Abbruchswert der Gebäude Sicherheit gewährt“. **) Die Kreditierung gegen Bürgschaft erfordert ebenfalls grösste Vorsicht seitens der Bank, sodass wir mit Levy ***) übereinstimmen können, wenn er schreibt, dass der gedeckte Kontokorrent-Kredit ebenso wie der Blankokredit zum grossen Teil den Charakter des Personalkredites trägt. Im allgemeinen ist zu bemerken, dass der gedeckte wie der ungedeckte Kontokorrent-Kredit relativ teuer sind; daher wird, wenn immer möglich, der Kreditsuchende den billigern Akzeptkredit in Anspruch nehmen.

Die Aufstellung auf Seite 10 zeigt uns das Verhältnis der gedeckten zu den ungedeckten Kontokorrent-Krediten bei den acht schweizerischen Grossbanken. Daraus ersehen wir, wie stark die Summe der gedeckten gegenüber der ungedeckten nach dem Kriege zugenommen hat.

*) Kurz und Bachmann a. a. O. S. 56.
**) Prion W.: „Das deutsche Wechseldiskontgeschäft“. Zitiert b. Levy a.a.O. S. 102.
***) Levy a. a. O. S. 25.

Kontokorrentdebitoren der Grossbanken*)

Debitoren	A.-G. Leu & Cie.	Basler Handelsbank	Comptoir d'escompte de Genève	Schweiz. Bankgesellschaft	Schweiz. Bankverein	Schweiz. Kreditanstalt	Schweiz. Volksbank	Eidg. Bank A.-G.
1913	in Franken							
Total	64 625 827 [1]	74 695 433 [1]	59 670 739 [1]	124 012 577	289 166 540	251 941 992	266 087 184	131 585 511
Davon gedeckt .				64 082 201 51,7%	143 052 712 49,5%	166 901 886 66,2%	265 074 304 99,6%	87 704 348 66,7%
Ungedeckt . .				59 930 376 48,3%	146 113 828 50,5%	85 040 106 33,8%	1 012 880 0,4%	43 881 163 33,3%
1920								
Total	93 956 710	156 530 666 [1]	150 568 213 [1]	288 035 086	559 202 387	426 140 246	386 678 078	156 125 505
Davon gedeckt .	81 561 451 86,8%			168 308 862 58,4%	327 526 709 58,6%	273 464 518 64,2%	360 680 550 93,3%	111 137 369 71,2%
Ungedeckt . .	12 395 259 13,2%			119 726 224 41,6%	231 675 678 41,4%	152 675 728 35,8%	25 997 528 6,7%	44 988 136 28,8%
1926								
Total	108 152 167	253 557 218 [1]	231 292 811	326 988 041	505 177 168	461 562 130	521 635 730	210 889 231
Davon gedeckt .	91 896 091 85%		187 650 858 81,1%	231 775 831 70,9%	325 169 930 64,4%	320 446 879 69,4%	489 330 113 93,8%	157 624 972 74,8%
Ungedeckt . .	16 256 076 15%		43 641 953 18,9%	95 212 210 29,1%	180 007 238 35,6%	141 115 251 30,6%	32 305 617 6,2%	53 264 259 25,2%

*) H. Kurz und G. Bachmann a. a. O. S. 57. [1]) Gedeckt und ungedeckt nicht ausgeschieden.

II. Der Akzeptkredit.

Sobald dem Kreditnehmer nicht daran gelegen ist, seinen Kredit sukzessive abzuheben und zurückzuerstatten, und sobald er zu Betriebszwecken eine grössere Summe auf einmal braucht, wird er die Kreditnahme in der Form des Akzeptes dem Kontokorrent-Kredit vorziehen. Die von der Bank akzeptierte Tratte wird auf dem Geldmarkt verwertet oder von der gleichen Bank diskontiert, und der so erhaltene Geldbetrag zu Betriebsvergrösserungen verwendet. Der Akzeptkredit wird von der Industrie gerne vor einer Aktien- oder Obligationen-Emission verwendet, dies besonders dann, wenn aus irgend einem Grunde eine solche Emission nicht möglich oder nicht ratsam ist. Gegen eine solche Verwendung des Akzeptkredites wird mit Recht gewarnt. Auch Kurz und Bachmann verurteilen sie in ihrem Buche über die schweizerischen Grossbanken: „Handelt es sich bei der Eröffnung von Akzeptkrediten an die Industrie um die vorübergehende Beschaffung fehlender Betriebsmittel, so ist kaum etwas dagegen einzuwenden, während der Akzeptkredit für die Bereitstellung von langfristigem Geld nicht in Frage kommen sollte, da er nicht nur nach der Theorie, sondern auch für die Praxis gewisse Gefahren in sich birgt.“ *) Trotz diesen Warnungen wird aber der Akzeptkredit für den letztgenannten Zweck von der Industrie verlangt und auch bewilligt, da er sowohl für den Kreditnehmer, wie auch für die Bank, viele Vorteile bietet. Der Akzeptkredit stellt sich bedeutend billiger als der Kontokorrentkredit, und die Bank, die unter Akzept tritt, hat keine Geldauslagen zu machen. Der Akzeptkredit kann aber für den Kreditgeber unangenehm werden, wenn er in Krisenzeiten, wo er genug für die Erfüllung seiner eigenen Verpflichtungen zu tun hat, mangels Deckung durch den Aussteller des Wechsels sein Akzept mit eigenem Gelde einlösen muss. Als ganz gegen gesunde Grundsätze verstossend, bezeichnen die beiden obigen Autoren, „wenn eine Industriegesellschaft Neuanlagen vornimmt und diese so lange durch Trassierungen finanziert, bis ihr die Emission einer Anleihe möglich ist“. Es ist aber zum Schlusse festzuhalten, dass der Akzeptkredit wegen seiner Billigkeit vorteilhafter als jeder andere Kredit ist, und dass daher jede gut geleitete Unternehmung diesen Kredit für die Finanzierung kurzfristiger Bedürfnisse vor allen andern in Betracht ziehen wird.

Es ist uns leider auch hier nicht möglich, die Summe der an die Industrie gewährten Akzepte anzugeben, da die Ban-

*) H. Kurz und G. Bachmann a. a. O. S. 76.

ken diese nicht spezifizieren und wir daher nicht wissen, in wie hohem Masse der Handel beteiligt ist.

Trotzdem wir nicht angeben konnten, wie hoch sich die Gesamtsumme der an die Industrie gewährten Bankkredite (Kontokorrent- und Akzeptkredite) stellt, so ist doch anzunehmen, dass diese eine bedeutende Summe erreichen. Philippovich *) schätzt sie sogar höher als die Summe des gesamten Obligationenumlaufes. Die Zahl der Bankkredit in Anspruch nehmenden industriellen Unternehmungen ist daher sehr gross, weil gerade für die kleinern Personengesellschaften dies die einzige Möglichkeit ist, sich fremde Mittel zu beschaffen. Aber wenn auch die schweizerischen Banken oft sehr hohe Summen an einzelne Unternehmungen kreditieren, so ist es ihnen doch nicht möglich, aus Bankmitteln die gesamten Kapitalien bereit zu stellen, deren die Industrie bedarf. Abgesehen davon würde die Kreditierung von Millionenbeträgen an einzelne Gesellschaften gegen den wichtigsten Grundsatz der Bankpolitik, die Risiko-Verteilung und Aufrechterhaltung der Liquidität, verstossen. Wo die Banken einer Industrieunternehmung mit grossen Krediten zu Hilfe kommen, kann dies nur auf kürzere Zeit und im Hinblick auf eine Ablösung dieser Kredite — insbesondere durch Obligationenanleihen — geschehen. So auch Schmalenbach: „Banken sind ihrer ganzen Natur nach für längere Kapitalfestlegungen nicht geeignet.“ **) Die Industrie ist daher gezwungen, für Kapitalien, die sie längere Zeit zur Verfügung haben will, langfristigen Kredit in Anspruch zu nehmen. Das langfristige Kapital wird ihr in zwei Formen zur Verfügung gestellt: durch den Hypothekar- und Obligationenkredit.

c) Der Hypothekarkredit.

Man versteht darunter die Gewährung eines Kredites gegen Verpfändung von Grund und Boden. Wir möchten hier aber unterscheiden zwischen dem Hypothekarkredit und dem hypothekarisch sichergestellten Kredit, da der Titel, der zur Mobilisierung der Forderung ausgegeben wird, ein verschiedener ist. Während beim eigentlichen Hypothekarkredit Grundpfandverschreibungen, Gülten und Schuldbriefe, bei grösseren Krediten auch Gülten und Schuldbriefe in Serien ausgegeben werden, wird z. B. beim hypothekarisch sichergestellten Obligationenkredit stets die Obligation das Forderungsrecht verbriefen. Die Verpfändung von Grund und Boden ist bei letzterem nur eine verschiedene Art der Sicher-

*) Philippovich a. a. O. S. 325, Bd. II.
**) Schmalenbach a. a. O. S. 7.

stellung und hat sekundären Charakter; sie wird gewählt an Stelle der Sicherung durch Faustpfand oder Bürgschaft. Es besteht aber auch rechtlich ein Unterschied. Während die Gülten und Schuldbriefe Grundpfandtitel im Sinne von Art. 854 ff. Z. G. B. darstellen, ihre Uebertragung also auch nach den Vorschriften des Z. G. B. geregelt ist, unterliegen die hypothekarisch sichergestellten Obligationen den Bestimmungen über das Wertpapierrecht O. R. 844 ff. Siehe Näheres S. 79 ff. unserer Ausführungen.

Als Grundpfänder dienen beim Hypothekarkredit Grund und Boden, Verwaltungsgebäude, Arbeiterwohnungen usw. Er wird sowohl von Banken, hauptsächlich Kantonal- und Hypothekenbanken, *) wie auch von privaten Geldgebern zur Verfügung gestellt. Als Darlehensgeber kommen weiter die schweizerischen Versicherungsgesellschaften in Betracht. Es handelt sich hier aber hauptsächlich um städtische Belehnungen. Diese Quelle fliesst zudem nicht regelmässig für die Befriedigung des Hypothekarkredites, sondern immer nur dann, wenn die Versicherungsgesellschaften keine vorteilhafte andere Geldanlage (hochverzinsliche und sichere Obligationen) machen können.

Der Hypothekarkredit spielt für die Finanzierung der schweizerischen Industrie keine hervorragende Rolle. Einerseits bringt der Geldgeber solchen industriellen Unternehmungen, die gezwungen sind, Immobilien als Pfänder auszusetzen, um Kredit zu erlangen, kein zu grosses Vertrauen entgegen. **) Anderseits gewährt aber das Grundpfand nicht eine vollwertige Sicherheit. Bei Krisen könnte sich der Gläubiger durch die Verwertung dieser Immobilien kaum schadlos halten, da eine ausser Betrieb befindliche Fabrik naturgemäss stark an ihrem früheren Wert einbüsst, der oft bedeutend unter die festgesetzte Belehnungsgrenze sinken kann. Auch die Banken sind nicht gerne geneigt, der Industrie Hypothekarkredite einzuräumen. So schreibt Seeling: „Unter den Hypothekenbanken bestand vor dem Kriege eine stillschweigende Uebereinkunft, industrielle Unternehmungen überhaupt nicht zu beleihen. Wo es doch geschah, handelte es sich um hochwertige Objekte, welche ausserordentlich niedrig eingeschätzt wurden.“ ***) Dieser Grundsatz wird auch vielfach bei uns in der

*) Die Kantonal- und Hypothekenbanken verzeichnen Ende 1926 69% der von den schweizerischen Banken bewilligten Hypothekarkredite.

**) Der Hypothekarkredit ist durch die Verteuerung langfristiger Gelder und durch die Abneigung des Privatkapitals gegen dieses Wertpapier in eine prekäre Situation gedrängt worden. Jahresbericht der Kreditanstalt St. Gallen. 1916, S. 9.

***) Seeling a. a. O. S. 113.

Schweiz angewendet. Erschwerend für die Erlangung eines Hypothekarkredites tritt bei uns noch dazu, dass eine Anzahl von Kantonen gemäss Art. 795 Z. G. B. ein Zinsfussmaximum angesetzt haben. Es ist leicht verständlich, dass es in diesen Gegenden für die Industrie zu gewissen Zeiten, wo der Zinsfuss für die Hypotheken sich oft weit unter allen andern Zinssätzen befindet, direkt unmöglich ist, Hypothekarkredite aufzunehmen. Eine weitere Beschränkung des Hypothekarkredites ist darin zu erblicken, dass Unternehmungen, die Obligationenkredit in Anspruch nehmen, ihren Immobilienbesitz für diesen von hypothekarischer Belastung freihalten müssen, gleichgültig ob sie ihre Obligationen dinglich sichern oder nicht.

Eine grössere Bedeutung wird der Hypothekarkredit für die kleinern industriellen Unternehmungen, besonders für diejenigen, deren Gesellschaftsform nicht die Aktiengesellschaft ist, haben. So konstatiert auch Zollinger,*) dass bei der schweizerischen Maschinen-Grossindustrie die Hypothekarkredite eine untergeordnete Rolle spielen, während die kleinern Betriebe für die Finanzierung auf längere Fristen hauptsächlich auf Hypothekarkredite angewiesen sind. Aber auch diese werden wegen ihren oft kleinen Anlagen, die aber für die Inanspruchnahme des Hypothekarkredites Voraussetzung sind, nur einen beschränkten Gebrauch davon machen können.

Während in den meisten Ländern eine spezielle Organisation für den Hypothekarkredit geschaffen wurde, mussten sich die schweizerischen Banken mit einem Notbehelf begnügen. Es ist ohne weiteres begreiflich, dass diesem langfristigen Passivgeschäft ein ebenso langfristiges Aktivgeschäft gegenüberstehen sollte.**) Man drückt dies in der Regel so aus: Eine Bank darf keinen andern Kredit gewähren, als den, den sie selbst empfangen hat. In der Schweiz erfolgt aber noch heute die Finanzierung des Hypothekargeschäftes zum weitaus grössten Teil, bei den Kantonalbanken fast ausschliesslich, durch Annahme von Spargeldern und durch Ausgabe von kurzfristigen, nach Ablauf von drei bis fünf Jahren beidseitig kündbaren Obligationen. Dies bringt für die Hypothekarkredit gewährenden Banken verschiedene Nachteile mit sich. Indem sie ein seiner Natur nach langfristiges Geschäft, das Hypothekengeschäft, mit kurzfristigen Spar- und Obligationengeldern betreiben, besteht bei unsern Banken nur zu oft eine bedenkliche Illiquidität. Diese ist auch dann nicht beseitigt, wenn sie den auf drei und fünf Jahren ausgegebenen und alsdann beidseitig auf sechs Monate kündbaren Obliga-

*) Zollinger a. a. O. S. 153.
**) Philippovich a. a. O. S. 328, Bd. I.

tionen ebenfalls auf drei und fünf Jahre gewährte Hypothekarkredite mit sechsmonatlicher Kündigung gegenüberstellen. Während nämlich die kurzen Verfallzeiten der Obligationen eine reale Tatsache ist, sind die kurzen Kündigungsfristen der Hypotheken rein illusorisch, „da in den meisten Fällen der Hypothekarschuldner zur Rückzahlung des ganzen Betrages nicht fähig ist". *) Ein anderer Nachteil ist der unstabile Zinsfuss. Da die von der Bank ausgegebenen, der Finanzierung des Hypothekargeschäftes dienenden Obligationen nach drei bezw. fünf Jahren kündbar sind, wird der Inhaber dieser Titel, wenn irgendwie möglich, einen höhern Zinsfuss zu erhalten suchen, und die Banken sind gezwungen, den Konstellationen des Geldmarktes zu folgen, was seinerseits wieder eine Erhöhung des Hypothekarzinsfusses zur Folge hat. Diese Nachteile haben zu einer bessern Regelung des Hypothekarkredites gedrängt, die man in der Einführung des Pfandbriefes gefunden zu haben glaubt. Diese Pfandbriefe sind vom Gläubiger unkündbar, während das die Pfandbriefe ausgebende Institut sich die Rückzahlung nach fünf Jahren vorbehalten darf. Weil der Pfandbriefinhaber die Bank zur Rückzahlung des Kapitals, bezw. zur Erhöhung des Zinsfusses nicht zwingen kann, so kann die Bank ihrerseits auf das Kündigungsrecht gegenüber dem Hypothekarschuldner verzichten, während dieser letztere ein solches besitzt. Machen nun die Hypothekarschuldner bei sinkendem Zinsfuss von dem Recht der Kündigung Gebrauch und muss die Bank den Zinsfuss ermässigen, so hat sie aber auch die Möglichkeit, die Pfandbriefe in niederverzinsliche zu konvertieren. Die Hypothekarschuldner profitieren also an einer sinkenden Zinsfussbewegung, während steigende Zinsfussbewegungen lange nicht im gleichen Masse die Verzinsung der bestehenden Hypothekarschulden beeinflussen. **) Dies die optimistische Ansicht von Landmann und andern Befürwortern des Pfandbriefes. Es fehlt aber auch nicht an Stimmen, welche sich gegenüber der Einführung des Pfandbriefes skeptisch verhalten. So unter andern auch Herr H. Duttweiler, Direktor der Zürcher Kantonalbank, in einem Artikel der Zeitschrift für schweizerische Statistik: „Für den Absatz der Pfandbriefe ist, wie für jedes andere Wertpapier, die Rentabilität von massgebender Bedeutung. Dass er, weil pfandgesichert, als Anlagepapier in erster Reihe steht, ist unbestreitbar, und diese Qualifikation muss ihm den Weg bahnen. Er gewährt aber dem Gläubiger kein Kündigungsrecht und ist nur an der Börse, respektiv auf Grund des Börsenkurses und daher

*) Landmann a. a. O. S. 22 ff.
**) Landmann a. a. O. S. 23.

zu einem Preise realisierbar, der — den Fall von Kündigung oder Auslosung vorbehalten — nicht zum voraus bestimmbar, sondern von der jeweiligen Börsenlage abhängig ist. Die Obligation macht ihm Konkurrenz.“ *) Ob und in welchem Masse die Schaffung der Pfandbriefe den industriellen Hypothekarkredit beeinflussen wird, ist noch abzuwarten; doch wird er eher zur Befriedigung landwirtschaftlicher Kreditbedürfnisse in höherem Masse beitragen.

Die kreditsuchende industrielle Unternehmung hat demnach keine grosse Wahl. Der Lieferanten-, wie auch der Bankkredit, sind prinzipiell kurzfristig; für den Hypothekarkredit fehlen vielfach die Voraussetzungen. Es bleibt ihr für die Erlangung langfristiger Kapitalien als einziger Weg die Ausgabe von Obligationen übrig. Aufgabe dieser Arbeit ist es, dieselbe in ihren Einzelheiten genauer zu untersuchen.

2. Die Ausgabe von Industrie-Obligationen zur Beschaffung von langfristigem Fremdkapital.

a) Rechtliche Grundlagen.

Zur Emission von Obligationen ist grundsätzlich jedermann berechtigt. Anders ist nur da zu entscheiden, wo das Gesetz oder eine eventuelle Konzessionspflicht eine ausdrückliche Beschränkung dieser an und für sich unbeschränkten Emissionsfreiheit festsetzt. In der Schweiz haben wir eine solche Beschränkung nicht, wir haben nicht einmal eine gesetzliche Bestimmung betreffend die Emission der Obligationen. Einzig Art. 875 Z. G. B. regelt die grundpfändliche Sicherstellung der Anleihensobligationen. Ergänzend treten dazu einige Vorschriften in Spezialgesetzen: Verordnung betreffend die Gläubigergemeinschaft für Anleihensobligationen vom 20. Februar 1918 und dazu gehörende Novellen vom 20. September 1918 und insbesondere vom 28. Dezember 1920, sowie das Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 4. August 1917 mit Vollziehungsverordnung vom 20. Februar 1918. Ferner das Bundesgesetz betreffend Stempelabgaben auf Coupons vom 25. Juni 1921, sowie das Eisenbahngesetz vom 23. Dezember 1872 und das Bundesgesetz über Verpfändung und Zwangsliquidation von Eisenbahn- und Schiffahrtsunternehmungen vom 11. April 1916.

Es ist also bei uns rechtlich jedermann zur Ausgabe von Obligationen berechtigt, und zwar in beliebiger Höhe. Nach der gewöhnlichen Unterscheidung kennen wir drei Arten von

*) Zeitschrift für schweizerische Statistik, Jahrg. 1917, Heft 3 und 4, S. 412 ff.

Wertpapieren: Inhaber-, Order- und Namenpapiere. Ebenso lassen sich die Obligationen unterscheiden in Inhaber-, Order- und Namenobligationen. Der Ausgeber von Industrieobligationen braucht sich nicht auf eine dieser drei Arten zu beschränken, der Gesetzgeber lässt ihm in der Schweiz die Wahl. Am häufigsten bedient man sich aber der Inhaberobligation, geregelt durch Art. 846 ff. O. R., da sie ein Wertpapier von grösster Verkehrfähigkeit darstellt. Nicht so in Deutschland. § 795 B. G. B. bestimmt: „Im Inland ausgestellte Schuldverschreibungen auf den Inhaber, in denen die Zahlung einer bestimmten Geldsumme versprochen wird, dürfen nur mit staatlicher Genehmigung in den Verkehr gebracht werden." Nach Staudinger*) liegt der Grund dieser Anordnung hauptsächlich in dem Schutz des Publikums gegen Ausbeutung durch unsolide Unternehmungen, sowie auch in dem Schutz des Staates vor den Gefahren, die ihm aus einer Ueberflutung des Geldmarktes mit geldähnlichen Zahlungsmitteln erwachsen können. Beide Zwecke sind aber nicht erreicht worden, da diese Vorschrift mit Hilfe der Obligation an Order umgangen wurde. Bei der Orderobligation anerkennt der Anleiheschuldner ausser dem im Titel mit Namen genannten Obligationär auch alle durch Indossament bezeichneten Nachfolger als forderungsberechtigt. Durch die Begebung mittelst eines Blankoindossamentes wird aber der gleiche Zweck wie mit der Inhaberobligation erreicht, nach Seeling **) sogar besser: „Die Orderobligationen stehen den Inhaberobligationen inbezug auf die Verkehrfähigkeit keineswegs nach. Im Gegenteil: der Umstand, dass bei den Namenobligationen häufig als erster Nehmer eine Bankfirma genannt ist, hat bei den spätern Firmen den Schein erweckt, als ob diese Bank Garantin für die Schuldverschreibung wäre. Dieser Umstand hat vielen Schuldverschreibungen, welche die Vorbedingungen dafür nicht besassen, einen guten Absatz und Verkehr geschafft." U. W. ist Deutschland der einzige Staat, der die Emissionsfreiheit auf die Order- und Namenobligationen beschränkt.

Eine vollständige gesetzliche Regelung für die Ausgabe von Industrieobligationen finden wir im belgischen Recht. (art. 82—100 Code de commerce.) Das belgische Handelsgesetz verlangt in den Artikeln 82—86 vor allem eine grosse Publizität. Artikel 82 bestimmt: „L'émission publique ainsi que l'exposition, l'offre et la vente publique d'obligations doivent être précédés de la publication aux annexes du moni-

*) Staudinger, Kommentar zum B. G. B. S. 1598.

**) Seeling a. a. O. S. 15.

teur, d'une notice datée et signée par les administrateurs de la société ou par les vendeurs et indiquant outre les noms, prénoms, professions et domiciles des signataires." Hier folgen nun die detaillierten Angaben über Zweck und Dauer der Gesellschaft, Höhe des Aktienkapitals und der Obligationenschuldner usw.

In vielen Ländern ist ein gesetzliches Verhältnis zwischen Gesellschafts- und Obligationenkapital vorgeschrieben, auf das wir aber später eingehender zurückkommen werden.

Wenn nun auch nach schweizerischem Recht die Emission der Obligationen an keine gesetzliche Beschränkungen (Genehmigung, Prospektzwang, Zweckangabe usw.) gebunden ist, so müssen doch wirtschaftliche Grundlagen vorhanden sein, ohne die eine Emission nicht gut möglich ist, da die ausgestellten Titel keinen Absatz finden würden.

b) Wirtschaftliche Grundlagen.

1. Die Gesellschaftsform.

Wir möchten hier zu zeigen versuchen, was für einen Einfluss die Wahl der Unternehmungsform auf die Art der Krediterlangung hat.

Die Unternehmung des Einzelkaufmanns ist mit dem Leiter-Inhaber verwachsen. Sie ist mit ihm so sehr verbunden, dass sie, wie Polak schreibt, „mit ihm stirbt, mit ihm durch zu üppiges Leben oder durch Spekulation zu Grunde gerichtet, durch Krankheit angegriffen werden kann." *) Es kann niemand wissen, wie sich die Verhältnisse des Einzelkaufmanns später gestalten, oder ob die Erben des Geschäftes dieses ebenfalls in so vorzüglicher Art und Weise leiten werden, wie der Erblasser. Der persönliche Charakter der Kreditgewährung an die Einzelunternehmung, und die Vermischung dieser mit dem Privathaushalt ihres Inhabers, ist ein natürliches Hindernis für die Uebertragbarkeit der Schuldforderung und damit für die Erlangung eines Obligationenkredites. Die Gesellschaftsformen, bei welchen die Unternehmung noch den persönlichen Charakter trägt, den wir oben gezeigt haben, sind bezüglich der Beschaffung von Fremdkapital mit der Einzelunternehmung auf eine Linie zu stellen. Es kommen hier alle Unternehmungsformen in Betracht, bei welchen Unternehmungsbesitz und Unternehmungsleitung in denselben Händen sind. **) (Kollektivgesellschaft und Kommanditgesellschaft.) Die Kommanditgesellschaft auf

*) Polak a. a. O. S. 71.
**) Liefmann a. a. O. S. 29.

Aktien nähert sich schon mehr der Kapitalgesellschaft, deren reinste Form die Aktiengesellschaft darstellt. Hier tritt nun der Zusammenhang zwischen Leitung und Kapitalgewährung sehr stark in den Hintergrund. Ist der Leiter der ihm gestellten Aufgabe nicht gewachsen, so wird er durch einen neuen ersetzt; geht es ihm finanziell schlecht, so muss die Unternehmung nur im Falle eines Vergehens darunter leiden; stirbt er, so wird der Nachfolger gewöhnlich nicht durch die Erbfolge, sondern durch die Wahl der Aktionäre bestimmt. *) Bei der Genossenschaft tritt in der Regel das persönliche Moment wieder stark in den Vordergrund, und es wird daher auch für den Grossteil der Genossenschaften schwierig sein, Fremdkapital in der Form von Obligationenkredit zu erlangen. Zusammenfassend ist festzustellen: Für die Personengesellschaften ist es in der Regel unmöglich, Obligationenkredit zu erlangen wegen der zu starken Verbundenheit des Unternehmungskapitals mit der Person des Leiters. Wenn trotzdem von Zeit zu Zeit Privatfirmen, die nicht in Aktiengesellschaftsform konstituiert sind, zur Obligationenausgabe schreiten, so können dies nur solche Gesellschaften sein, deren Solidität und Leistungsfähigkeit über allen Zweifeln erhaben ist. So erwähnt Zollinger, **) dass die Maschinenfabrik Gebr. Sulzer als Privatunternehmung nicht weniger als 12 Millionen Obligationen begab. Aber auch die Genossenschaften nehmen nur ausnahmsweise Obligationenkredit auf. Am geeignetsten dafür ist die Kommanditaktiengesellschaft und vor allem die Aktiengesellschaft. Es haben denn auch die im Finanzjahrbuch Jahrgang 1928 angeführten Unternehmungen mit Obligationenbestand bis auf eine die Form der Aktiengesellschaft. In engem Zusammenhang mit der Gesellschaftsform steht

2. Die öffentliche Rechnungsablage.

Eine Gesellschaft, die ihre Bilanzen nicht veröffentlicht, wird ebenfalls einen Obligationenkredit nur unter gewissen günstigen Voraussetzungen erhalten können. Der Geldgeber will wissen, was mit dem Gelde, das er einer Unternehmung zur Verfügung stellt, angefangen wird. Wenn ihm auch nicht das Recht zusteht, aktiv auf die Geschäftsführung einzuwirken, so kann er sich doch oft vor grösseren Verlusten schützen. Nun ist nach unserem Obligationenrecht gerade die Aktiengesellschaft verpflichtet, ihre Bilanzen zu veröffentlichen. Art. 656 Abs. 7 bestimmt: „Aktiengesellschaften, die ein

*) Polak a. a. O. S. 72.
**) Zollinger a. a. O. S. 137.

Grundkapital von einer Million Franken oder darüber haben, oder Inhaberobligationen ausstehend haben, sind verpflichtet, die Bilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung in der von den Aktionären genehmigten Fassung spätestens sechs Monate nach dem Bilanztage im schweizerischen Handelsamtsblatt zu veröffentlichen."

Weitere wirtschaftliche Erfordernisse, wie: eine gewisse Höhe des objektiven Ertrages, Stetigkeit der Betriebsergebnisse, Verhältnis des Gesellschaftskapitals zum Obligationenkapital usw., werden wir später eingehender untersuchen.

In einem weitern Punkte möchten wir noch kurz die Gründe anführen, die eine Unternehmung zu einer Emission von Obligationen veranlassen können.

c) Gründe für die Ausgabe von Industrieobligationen.

In den meisten Fällen werden es finanzpolitische Erwägungen sein, welche der Emission von Obligationen vor andern Finanzierungsformen, besonders vor einer Vermehrung des Gesellschaftskapitals den Vorzug geben. Eine Erhöhung des Gesellschaftskapitals zieht bei gut rentierenden Gesellschaften eine Verwässerung der Gewinne nach sich. *) Man wird daher eine Kapitalerhöhung zu vermeiden suchen, wenn man die gegenwärtigen Aktionäre im Bezug der bisherigen hohen Dividenden belassen möchte. Durch die Ausgabe von Aktien zu einem niedrigeren Kurse ausschliesslich für die alten Aktionäre würde man allerdings den gleichen Zweck auch erreichen. Es ist aber fraglich, ob alle alten Aktionäre genügend Barmittel zur Verfügung hätten, um diese neuen Aktien zu erwerben. Ist dies nicht der Fall, werden sie ihre Bezugsrechte verkaufen, und ein neuer, erweiterter Kreis von Aktionären wird in den Genuss verhältnismässig hoher Dividenden kommen; zudem werden die alten Aktionäre in ihren Dividenden verkürzt, wenn nicht eine der Kapitalerhöhung proportionelle Steigerung des Ertrages erzielt wird.

Da die Obligationen eine gleichbleibende Verzinsung erfordern, die unabhängig vom Gewinn entrichtet werden muss, wird in obigem Fall eine Obligationenemission der Kapitalerhöhung meistens vorgezogen. Diese vom Gewinn unabhängige Verzinsung hat aber umgekehrt schon den Obligationen von Unternehmungen einen Markt finden lassen, deren Aktien keiner grossen Nachfrage mehr begegneten. Besonders der Hotelindustrie kam dieser Umstand zu Nutzen. Die Kur-

*) Siehe Näheres S. 26 ff. unserer Ausführung.

haus A.-G. in Davos gab im Jahre 1917 eine Anleihe im Betrage von Fr. 1,250,000.— aus, Emissionskurs 100 %, Zinsfuss 5½ %. Die Gesellschaft hatte seit 1914 keine Dividende mehr bezahlt. Eine Erhöhung des Aktienkapitals wäre hier grossen Schwierigkeiten begegnet, da die Unterpari-Emission von Aktien nach schweizerischem Recht nicht gestattet ist. Zur Ausgabe von Prioritätsaktien schreitet man im allgemeinen auch nicht gerne, da jede Aktiengesellschaft eine Verschiedenheit der Aktien wegen der getrennten Abstimmung zu vermeiden sucht.

Was den Zweck der Obligationen-Emission anbelangt, so kann dieser ein verschiedener sein:

1. Zur Ausführung von Neubauten und Vergrösserungen.
2. Zur Verstärkung der Betriebsmittel. Auch diese müssen teilweise durch langfristige Kredite aufgebracht werden, da die Unternehmung nicht „das Risiko auf sich nehmen darf, nach einem Jahr keinen Kredit mehr erlangen zu können zum Ankauf von Rohstoffen, zur Bezahlung von Arbeitslöhnen usw., und demnach ihren Kredit stillegen zu müssen... Der Unternehmer wird sich also bemühen, auch den stets zurückkehrenden Bedarf an Betriebskapital durch langfristigen Kredit zu decken..." *) Den gleichen Rat erteilt auch Herzog, indem er schreibt, dass „eine industrielle Unternehmung über Kapital in einer solchen Höhe verfügen muss, dass ihr auf die Dauer die finanzielle Ellbogenfreiheit gesichert bleibt. **) Nach Böhler ***) sollte ungefähr die Hälfte des durchschnittlichen Bedarfes an Betriebskapital durch Effekten finanziert werden.
3. Zur Konsolidierung einer Bankschuld. Ist die Ausgabe von Schuldverschreibungen oder Aktien im Augenblicke des Kapitalbedarfs aus irgend einem Grunde nicht möglich oder nicht erwünscht, dann werden die nötigen Betriebsmittel häufig durch Inanspruchnahme von Bankkrediten aufgebracht. Wenn nun die Bankschuld einer Gesellschaft derart angeschwollen ist, dass ihre Rückzahlung ohne Aufnahme von neuem Kapital nicht möglich ist, entsteht beim Schuldner, wie bei der Bank der Wunsch, sie in eine Obligationenschuld zu verwandeln. Beim Schuldner daher, um sich durch Konsolidierung der Bankschuld vor unangenehmen Ueberraschungen, wie Kündigung des Kredites, Erhöhung des Zinsfusses usw.,

*) Polak a. a. O. S. 45 ff.
**) Herzog a. a. O. S. 2 ff.
***) Böhler, „Die Finanzierung industrieller Unternehmungen", a. a. O. S. 23.

zu schützen und eine allmähliche Tilgung zu ermöglichen. Aber auch die Bank hat ein grosses Interesse an der Festigung der Schuld, um einen eingefrorenen Kredit für andere Zwecke frei zu bekommen.

4. Eine Eingehung von Obligationenschulden dient oft auch dazu, Hypotheken abzustossen.
5. Anstelle einer Kapitalerhöhung wird hie und da die Ausgabe von Obligationen vorgenommen, um Aktien übernommener Betriebe anzukaufen.

Die Angabe des Zweckes bei der Begebung der Anleihe ist von grosser Bedeutung. Es bleibt nicht ohne Einfluss auf die Emissionsbedingungen, in welcher Art und Weise das durch die Obligationenemission erlangte Kapital verwendet wird. Für die Errichtung von aussichtsreichen produktiven Anlagen wird bedeutend leichter und billiger Geld zu erlangen sein, als für die Abdeckung dringender grosser Bankschulden.

Die untenstehende Tabelle zeigt uns, was für Zwecken die in den Jahren 1926/27 aufgenommenen Obligationenkredite dienten.

Jahr	Zahl der Emissionen	Verstärkung der Betriebsmittel	Ausbau der Anlagen	Abdeckung von Bankschulden und sonstigen Schulden	Rückzahlung bezw. Konversion[1])
1926 . .	16	7	3	3	13
1927 . .	15[2])	4	2	1	13
Total . .	31	11	5	4	26

[1]) Zum Verständnis diene, dass bei vielen Anleihen zwei bis drei Verwendungszwecke angeführt werden.

[2]) Zu den Emissionen vom Jahre 1927 wurde die Anleihe der Bernischen Kraftwerke A.-G. nicht gerechnet, da diese einen Spezialzweck verfolgte, nämlich die Einzahlung der Beteiligung bei den Oberhasli-Kraftwerken A.-G., Innertkirchen.

Im Durchschnitt dieser 31 Obligationenanleihen lauten somit die Zwecke: 26 Mal auf Konversion bezw. Rückzahlung der alten Schuld, 11 Mal auf Verstärkung der Betriebsmittel, 5 Mal auf Anlagen, 4 Mal auf Abdeckung von Bank- und sonstigen Schulden. Es kommt also, abgesehen von der Konversion bezw. Rückzahlung der alten Anleihen, die Verwendung des Anleihekapitals zur Verstärkung der Betriebsmittel am häufigsten vor. Wie uns aber A. Vogt*) in einem Beispiel zeigt, versteht der Industrielle unter Betriebsmittel etwas anderes als der Theoretiker. Letzterer versteht darunter vor

*) Vogt a. a. O. S. 44.

allem die Gelder, welche zur Bezahlung der Roh- und Hilfsstoffe, der Löhne usw. dienen, während der Praktiker den Begriff weiter ausdehnt. Bei einem industriellen Anleihen von 5 Millionen Franken mit dem Zwecke „Vergrösserung der Betriebsmittel" betrugen:

Im Jahre vor der Anleihe:

Die kreditierenden Banken	Die Effekten und Beteiligungen
Fr. 2,700,000.—	Fr. 16,000,000.—

Im Jahre nach der Anleihe:

Die kreditierenden Banken	Die Effekten und Beteiligungen
Fr. 2,300,000.—	Fr. 23,000,000.—

Während sich also die Bankkreditoren, wo sich eine Vermehrung der Betriebsmittel am ehesten bemerkbar machen sollte, nur um Fr. 400,000.— verminderten, erhöhten sich die Anlagen in Effekten und Beteiligungen um volle 7 Millionen Franken. Der Zweck dieser Anleihe war somit nicht eine Erhöhung der Betriebsmittel im Sinne des Theoretikers, sondern eine Vergrösserung der Anlagen, wahrscheinlich durch Beteiligung an einer Tochtergesellschaft.

3. Das Verhältnis zwischen Obligationen- und Aktienkapital.

a) Gesetzliche Vorschriften.

Besitzt eine Gesellschaft ein kleines Gesellschaftskapital im Verhältnis zu einem sehr hohen Obligationenkapital, so kann dies für die Obligationengläubiger sehr gefährlich werden. In ertragsreichen Jahren wird die Unternehmung ohne weiteres die Zinsen aufbringen können und im Stande sein, dem Tilgungsplane folgend, zu amortisieren. In Zeiten der Krisis aber wird es ihr oft nicht mehr möglich sein, die rechtzeitige Verzinsung und planmässige Tilgung zu garantieren. Da, wie wir sehen werden, die Inanspruchnahme der Reserven zur Verlustdeckung ebenso wie die Sanierung und der Konkurs bei Gesellschaften mit verzinslichem Obligationenkapital viel zeitiger eintritt als bei Unternehmungen, die ausschliesslich mit Eigenkapital arbeiten, so genügen oft wenige Jahre, während welchen die Gesellschaft mit Verlust arbeitet, um den Konkurs nach sich zu ziehen oder eine für die Gläubiger verlustbringende Sanierung vornehmen zu müssen. Vom Standpunkt des Obligationärs aus bildet demnach das Aktienkapital nebst den Reserven das Garantiekapital, das, in-

dem es einen Ausfall in erster Linie trägt, dafür bürgt, dass das Obligationenkapital nicht so bald und nicht so stark von den Schwankungen der Erträgnisse betroffen wird. Unter andern Gründen werden obige Folgen, die bei einem Missverhältnis zwischen Obligationen- und Gesellschaftskapital entstehen können, für viele Gesetzgeber massgebend gewesen sein, ein gesetzliches Verhältnis für die beiden Grössen zu verlangen.

Eine diesbezügliche Regelung finden wir im italienischen Handelsgesetzbuch. Das Obligationenkapital darf das einbezahlte und nach der letzten genehmigten Bilanz noch vorhandene Grundkapital nicht übersteigen. (Art. 171 H. G. B.) Diese Grenze kann nur überschritten werden, wenn für den das Grundkapital übersteigenden Mehrbetrag einheimische Staatspapiere mit entsprechenden Verfallsterminen hinterlegt werden. Die Hinterlegung dieser Papiere muss vor der Emission geschehen und der für dieselbe ausgestellte Depositenschein beim Gericht eingereicht werden. In Belgien darf bei der Emission von Prämienobligationen die Obligationensumme die Höhe des einbezahlten Aktienkapitals nicht übersteigen. (Code de commerce art. 99.) In Frankreich ist eine Beschränkung der Höhe des Obligationenkapitals nur für Emissionen der Lokalbahnen vorgesehen. Die Obligationengelder dürfen auch hier nicht höher sein als das Grundkapital. *) Der Maximalbetrag der Anleihen im Verhältnis zum Aktienkapital ist noch in andern Ländern gesetzlich fixiert. **)

Wie schon früher bemerkt, sieht das schweizerische Recht eine solche Beschränkung nicht vor. Ist überhaupt eine derartige gesetzliche Bestimmung, die im einseitigen Interesse der Gläubiger festgesetzt wird, am Platze, und ist es wirklich notwendig, die Bewegungsfreiheit der Aktiengesellschaften in einem solchen Masse einzuschränken? Es ist ohne weiteres klar, dass eine solche Einschränkung die Interessen vieler Gesellschaften stark schädigen kann. Daher hat der Kongress der Aktiengesellschaften vom Jahre 1889 die vollständige Freiheit der Obligationen-Emission verlangt. ***) Für den Gesetzgeber ist es auch u. E. unangebracht, durch solche Bestimmungen hemmend in die wirtschaftliche Entwicklung einzugreifen. Solche Bestimmungen, die einen Schutz des kleinen Sparers, der die finanzielle Lage einer industriellen Unternehmung nicht beurteilen kann, bezwecken, erreichen eher

*) Gesetz vom 11. Juni 1880 betreffend die Lokalbahnen.

**) Spanien Art. 176, 186; Portugal Art. 196; Argentinien Art. 365; Rumänien Art. 173; Japan Art. 200; Brasilien Art. 32.

***) Lardelli a. a. O. S. 47.

das Gegenteil. Der Kapitalgeber kann sehr leicht zur Ansicht hinneigen, dass, solange das vorgeschriebene Verhältnis zwischen Aktien- und Obligationenkapital nicht überschritten werden kann, jede Anleihe vollständig sichergestellt sei, was aber leider in vielen Fällen nicht zutrifft. Für den Gesetzgeber tritt aber bei der Festsetzung eines solchen Verhältnisses noch eine andere Schwierigkeit dazu. Will er eine gesetzliche Fixierung der Anleihesumme vornehmen, so muss er, um der einzelnen Gesellschaft gerecht zu werden, für die verschiedenen Unternehmungen verschiedene Verhältnisse verlangen. Einige Gesellschaften können relativ wenig Obligationenkapital aufnehmen, während bei andern das Obligationenkapital wiederum das Mehrfache des Grundkapitals betragen kann, ohne dass die Obligationengläubiger die geringste Gefahr laufen. Für die Höhe des Obligationenkapitals kommen eben noch viele andere Gesichtspunkte in Betracht:

1. Verhältnis der festen Anlagen. Die Obligationenschuld darf im Verhältnis zum Aktienkapital um so grösser sein, je höher der Realisierungswert der im Betrieb investierten Anlagen ist. Nicht die absolute Höhe der festen Anlagen kommt hier in Betracht, sondern der Liquidationswert. Bei Eisenbahnen und Elektrizitätswerken ist der Wert der investierten Anlagen in der Regel ein sehr hoher; trotzdem können sie nicht als Maßstab für die Höhe der Obligationenschuld dienen, da sie, sobald sie nicht mehr im Betrieb verwendet werden können, zu einem sehr niedrigen Preis verwertet werden müssen. (Verkauf der Schienen zum Alteisenpreis, wenn sich die Arbeit des Herausreissens überhaupt lohnt.)
2. Stetigkeit der Betriebsergebnisse. Als weiterer Faktor bei der Beurteilung des Verhältnisses zwischen Aktien- und Obligationenkapital kommt die grössere oder geringere Stetigkeit der Betriebsergebnisse in Betracht. Da die Zinsen für die Obligationenschuld eine feste Belastung der Unternehmung bedeuten, die in guten und schlechten Jahren gleichbleibt, folgt daraus, dass im Interesse der Liquidität auf die Finanzierung durch Obligationen verzichtet werden muss, wenn der objektive Ertrag der Unternehmung so unregelmässig ist, dass die Zinsen nicht mit Sicherheit jedes Jahr aufgebracht werden können.
3. Höhe des objektiven Ertrages. Für die Höhe des Obligationenkapitals ist ferner massgebend das Verhältnis des objektiven Ertrages zur Zinsenlast. Wir verweisen auf die Ausführungen auf Seite 26 ff. unserer Arbeit.

Da für die Höhe des Obligationenkapitals je nach der Unternehmung verschiedene Gesichtspunkte massgebend sind, muss der Gesetzgeber verzichten, durch eine gesetzliche Beschränkung des Obligationenkapitals im Verhältnis zum Aktienkapital eine Schablone aufzustellen. Uebrigens warum ein solches Verhältnis? Es soll doch sicherlich dazu dienen, dass die Schulden einer Gesellschaft in einem richtigen Verhältnis zum Eigenkapital stehen. Aber dann ist der Vergleich des Obligationenkapitals mit dem Aktienkapital ungenügend; es muss vielmehr die Gesamtheit des Eigenkapitals mit der Gesamtheit der fremden Gelder verglichen werden. Nicht das Aktienkapital ist die Garantie für die Obligationen; die Aktiven garantieren nicht nur die Obligationen, sondern alle Schulden einer Unternehmung. *) So schreibt denn auch Rehfous mit vollem Recht:

„Il suffit que le capital de fondation puisse couvrir éventuellement la différence entre la somme due aux obligationnaires et le montant des valeurs qui forme la contre-partie des emprunts. Si ces valeurs ne sont pas exposées à des dépréciations notables, la société doit pouvoir émettre des obligations pour plusieurs fois de son capital de fondation.“ **)

b) Der Einfluss des Obligationenkapitals auf den subjektiven Ertrag.

Die Unternehmung wirft einen objektiven Ertrag ab, welcher verschieden auf das Eigenkapital verteilt wird, je nachdem es sich um die Verteilung von Verlusten oder Gewinnen handelt.

Die Verluste werden in erster Linie vom Eigenkapital getragen. Erst wenn das Eigenkapital bei Aktiengesellschaften und das Privatvermögen bei Personengesellschaften für die Deckung der erlittenen Verluste nicht mehr hinreicht, wird das Fremdkapital in Mitleidenschaft gezogen. Infolge der erlittenen Verluste wird die Gesellschaft, weil sie nicht genügend Aktiven besitzt, nicht mehr die Gesamtheit der Fremdkapitalien zurückbezahlen können.

Erzielt die Unternehmung einen Gewinn, so werden zuerst die Ansprüche des Obligationenkapitals gedeckt, allerdings mit einem limitierten Betrag, den Zinsen. Was übrig bleibt, kommt dem Eigenkapital zu. Den Einfluss, den das Verhältnis des Obligationenkapitals auf die Höhe der Dividenden ausübt, zeigen uns folgende Aufstellungen:

*) Calmès a. a. O. S. 129.

**) Rehfous in Zeitschrift für schweiz. Recht, Bd. 23 neue Folge S. 627 ff.

*)

Gesamt-Kapital	Aktienkapital	Obligationenkapital	Objektiver Ertrag	6% Zins für Obligationen	Gewinn für die Aktionäre	Dividende
		Bei einer objektiven Rentabilität von 10%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	400 000	60 000	340 000	11,33%
	2 000 000	2 000 000		120 000	280 000	14%
	1 000 000	3 000 000		180 000	220 000	22%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 9%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	360 000	60 000	300 000	10%
	2 000 000	2 000 000		120 000	240 000	12%
	1 000 000	3 000 000		180 000	180 000	18%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 8%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	320 000	60 000	260 000	8,66%
	2 000 000	2 000 000		120 000	200 000	10%
	1 000 000	3 000 000		180 000	140 000	14%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 7%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	280 000	60 000	220 000	7,33%
	2 000 000	2 000 000		120 000	160 000	8%
	1 000 000	3 000 000		180 000	100 000	10%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 6%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	240 000	60 000	180 000	6%
	2 000 000	2 000 000		120 000	120 000	6%
	1 000 000	3 000 000		180 000	60 000	6%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 5%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	200 000	60 000	140 000	4,66%
	2 000 000	2 000 000		120 000	80 000	4%
	1 000 000	3 000 000		180 000	20 000	2%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 4%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	160 000	60 000	100 000	3,33%
	2 000 000	2 000 000		120 000	40 000	2%
	1 000 000	3 000 000		180 000	—20 000	—2%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 3%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	120 000	60 000	60 000	2%
	2 000 000	2 000 000		120 000	0	0%
	1 000 000	3 000 000		180 000	—60 000	—6%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 2%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	80 000	60 000	20 000	0,66%
	2 000 000	2 000 000		120 000	—40 000	—2%
	1 000 000	3 000 000		180 000	-100 000	-10%
		Bei einer objektiven Rentabilität von 1%				
4 000 000	3 000 000	1 000 000	40 000	60 000	—20 000	—0,66%
	2 000 000	2 000 000		120 000	—80 000	—4%
	1 000 000	3 000 000		180 000	-140 000	-14%
		usw.				

*) Calmès a. a. O. S. 74 ff.

Wie obige Tabelle deutlich zeigt, ist die Ansicht, dass die Aufnahme von Obligationenkapital unter allen Umständen eine Steigerung der Dividende hervorrufe, und dass diese Steigerung umso grösser sei, je grösser das Obligationenkapital im Verhältnis zum Aktienkapital sei, nicht immer richtig. Ebenso wie die Ausgabe von Aktien kann auch die Emission von Obligationen die Dividenden verwässern. Das verzinsliche Obligationenkapital veranlasst nur dann eine Dividendensteigerung, wenn die objektive Rentabilität grösser ist, als der Leihzinsfuss. Wir haben aber eine Dividendenverwässerung, wenn die objektive Rentabilität kleiner ist als der Leihzinsfuss, und diese Dividendenverkleinerung ist umso grösser, je grösser der Anteil des Obligationenkapitals am Gesamtkapital der Unternehmung ist. Das Verhältnis des Obligationenkapitals zum Aktienkapital spielt keine Rolle, wenn die objektive Rentabilität nicht höher ist und auch nicht niedriger ist als der Leihzinsfuss, in unserem Beispiel also 6 Prozent.

*)

Verhältnis des Eigenkapitals zum Obligationenkapital	Die Dividende beträgt bei einem Leihzinsfuss von 6% und einer objektiven Rentabilität von									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
3 : 1 . . .	$-\frac{2}{3}$	$\frac{2}{3}$	2	$3\frac{1}{3}$	$4\frac{2}{3}$	6	$7\frac{1}{3}$	$8\frac{2}{3}$	10	$11\frac{1}{3}$
1 : 1 . . .	—4	—2	0	2	4	6	8	10	12	14
1 : 3 . . .	—14	—10	—6	—2	2	6	10	14	18	22

*) Calmès, a. a. O. S. 76.

Aus obiger Tabelle ersehen wir: Je grösser das Obligationenkapital im Verhältnis zum Aktienkapital, umso grössere Schwankungen der Dividende sind zu konstatieren. Dadurch wird das Risiko erhöht und die Unternehmung mit hohem Obligationenkapital muss genügend Reserven haben, um auch in Krisenzeiten ihren Verpflichtungen gegenüber den Obligationären nachkommen zu können.

In Zeiten guten Geschäftsganges ist die Dividende umso grösser, je höher das Obligationenkapital im Verhältnis zum Aktienkapital ist. Die Aufnahme einer Anleihe stellt daher oft nichts anderes dar, als eine Verwertung der eigenen Geschäftstüchtigkeit mit Hilfe billigen Fremdkapitals. Gesetzt der Fall, es liesse sich eine Unternehmung von einem Eigenkapital von 50,000 Fr. und einem Obligationenkapital von 950,000 Fr. betreiben. In diesem Fall würden die Aktionäre

aus einem Reingewinn von 80,000 Fr. an Stelle einer Dividende von 8 Prozent auf eine Million Eigenkapital, eine Dividende von 84 Prozent beziehen, was für sie umso angenehmer wäre, als sie bei vollständiger Beherrschung der Unternehmung selbst nur eine geringe Verlustgefahr zu tragen hätten. In den Vereinigten Staaten bedient man sich daher, im Gegensatz zu den Gepflogenheiten in der Schweiz, nicht erst nach Bestehen, sondern schon bei der Gründung dieser Form der Geldbeschaffung.*) Es ist hier allerdings auf den grundlegenden Unterschied der Finanzierungspraxis, nämlich den Kapitalisierungsprinzipien in Amerika und in der Schweiz, hinzuweisen. Bei uns wird als selbstverständlich angenommen, dass die Kapitalisierung, d. h. die Gesamtsumme der auszugebenden Effekten nicht grösser sein dürfe als die Investierung, d. h. als die Summe der baren Einzahlungen und des Kostenwertes der Sacheinlagen, weil die Bilanzierung des Firmenwertes des sogenannten „goodwill" mit einer vorsichtigen Geschäftspolitik als unvereinbar gilt. In Amerika hingegen wird die Kapitalisierung zum vornherein nach dem Ertragswert der Unternehmung gemessen, d. h. nach dem kapitalisierten Zukunftsertrag, **) der oft ein Vielfaches der Investierung beträgt. Folgendes Zahlenbeispiel soll uns den Unterschied zwischen diesen beiden Arten klar machen.

Wir nehmen an, dass zur Einrichtung einer Unternehmung eine Investierung von 3 Millionen Franken notwendig ist, dass aber nach der Gründung ein zu verteilender Reinertrag von 360,000 Fr., also eine Dividende von 12 Prozent erwartet werden kann, sodass der Ertragswert der Unternehmung an der Börse auf das Doppelte der Investierung bewertet wird, also auf 6 Millionen Franken. Es ist ohne weiteres klar, dass bei uns nur für einen Nominalbetrag von 3 Millionen Fr. Aktien ausgegeben werden, welche allerdings später stark über pari steigen würden, so dass die Gründer sich durch das Agio bezahlt machen können. Ganz anders in Amerika. Hier werden sofort für einen Nominalbetrag von 6 Millionen Franken Aktien ausgegeben. Daraus ergeben sich folgende zwei Konsequenzen: ***)

1. Ein Teil dieser Effekten muss ohne Gegenwert in bar oder Sachwerten an die Gründer ausgegeben werden. In der Differenz zwischen Investierung und Ertragswert sieht der Amerikaner einen verdienten Gründerlohn.
2. Trotzdem muss aber auch die Aktivseite der Bilanz auf die Höhe der Passivseite gebracht werden, was durch

*) Hübner a. a. O. S. 914.
**) Böhler, Jahrbücher für Nationalökonomie a. a. o. S. 313.
***) Böhler, „ „ „ „ S. 314.

Einsetzung ideeller Werte, des „goodwill", eventuell auch durch Patente oder Handelsmarken geschieht.

Der grosse Vorteil dieser Finanzierungspraxis besteht darin, dass die Gründertätigkeit hoch belohnt wird und dass dem Urheber der Idee ein grosser Einfluss auf die Leitung der Unternehmung zugesichert wird. Die Kapitalisierung nach dem Ertragswert stellt aber eine sehr gefährliche Finanzierungsmethode dar, da sie der Gründung und Finanzierung aus rein spekulativem Interesse Vorschub leistet.

Dieses von uns verschiedene Finanzierungsprinzip erklärt auch eine andere Verwendung der Effekten bei der Finanzierung. Während in der Schweiz bei Gründungen die Finanzierung durch Ausgabe von Aktien die ausschliessliche Art der Effektenfinanzierung darstellt, sucht man in den Vereinigten Staaten, den Geldgeber möglichst vom zukünftigen Unternehmergewinn auszuschliessen, m. a. W. das investierende Publikum in die Stellung eines Gläubigers zurückzudrängen. Wenn irgendwie möglich, sucht daher die amerikanische Finanzierungspraxis, den grössten Teil des Barkapitals durch Obligationenemissionen aufzubringen. Bei den sogenannten „public utilities", den Gas-, Elektrizitäts- und Strassenbahngesellschaften wird nicht selten 75 bis 80 Prozent des nötigen Kapitals durch Obligationen, der Rest durch Vorzugsaktien aufgebracht, während die Stammaktien nur der Darstellung des Gründerlohnes und der Sicherung der Kontrolle dienen.*) Die Obligationen und die Vorzugsaktien erreichen so die Höhe der greifbaren Aktiven, während die Stammaktien den immateriellen Wert, den „goodwill", darstellen. Auf diese Weise sind z. B. die bekannteren Gummifabriken, wie Studebaker, Willis, Overland, Maxwell, Packard, General Motors usw. finanziert worden. **) Dass eine solche Finanzierungsmethode grosse Gefahren in sich birgt, liegt auf der Hand. Sie gestattet den Gründern, gewaltige Unternehmungen ins Leben zu rufen und zu kontrollieren ohne eigenen Vermögenseinsatz. Bei riskanten Neugründungen geht dies so weit, dass die Geldgeber das ganze Risiko tragen und die Gründer nichts zu riskieren haben ausser — ihren guten Ruf, dabei aber grosse Gewinne einstreichen. ***)

Auch in Deutschland nahm diese Art der Finanzierung nach dem Kriege gewaltig zu. Als im ersten Halbjahr 1926 der Kapitalbedarf der Aktiengesellschaften fast aus-

*) Böhler, Jahrbücher für Nationalökonomie a. a. O. S. 323.
**) Böhler, „ „ „ „ S. 324.
***) Dewing a. a. O. Bd. II, S. 57 ff.

schliesslich durch Anleihen befriedigt wurde, sah sich die Reichsregierung veranlasst, einzugreifen. Um für die jungen Aktien den erforderlichen Markt zu schaffen, setzte sie die Börsensteuer mit Wirkung auf den 3. Mai 1926 herab mit folgender Begründung:

„Der Kapitalbedarf der Wirtschaft wird auf die Dauer durch Aufnahme langfristiger Kredite allein nicht befriedigt werden können. Das bestehende Missverhältnis zwischen der Beteiligung des Kapitalmarktes mit verantwortlichem Kapital (Aktien) und lediglich darleihensweise aufgenommenem Geschäftskapital (Obligationen) muss man als ungesund und zweckwidrig bezeichnen. Die Kapitalbeschaffung durch die Emission von Aktien wird daher mehr als bisher in den Vordergrund treten müssen." *)

Auf Grund von Erfahrungen hat man in den Vereinigten Staaten von Nordamerika festgestellt, dass bei Eisenbahngesellschaften die Zinslasten nicht mehr als 20 Prozent des Rohgewinnes betragen sollen. U. E. lässt sich aber auch so eine erfahrungsgemässe Regel nicht aufstellen. Eine vorsichtige Verwaltung wird sich bei der Feststellung des Anleihebetrages einzig auf die Ertragsrechnungen, die alle Umstände berücksichtigt haben, stützen. Schliesslich wird sie durch rechtzeitige „Rücklage von Anleihezinsen" vorsorgen, um den Zinsverpflichtungen auch in ertragslosen Jahren nachkommen zu können. Auch der Geldgeber muss die Unternehmung, welcher er kreditiert, zuerst prüfen, um sich dadurch vor später eintretenden Verlusten zu schützen.

Um eine Uebersicht über den Bestand der Obligationen im Verhältnis zum Gesellschaftskapital zu erlangen, haben wir anhand des Finanzjahrbuches und des „Vade Mecum" der Börsen von Zürich, Basel und Genf die Aufstellung auf Seite 32 gemacht. Wir ersehen daraus, dass die Industrie, die sich am häufigsten des Obligationenkredites bedient, die Gas- und Elektrizitätsindustrie ist. Von der Gesamthöhe der emittierten Anleihen im Betrage von 855,499,216 Fr., weist sie allein die Summe von 403,442,858 Fr., also nicht ganz die Hälfte auf. Die Summe der Obligationenkapitalien überschreitet diejenige der Gesellschaftskapitalien bei der Gas- und Elektrizitätsindustrie wie auch bei der Hotelindustrie. Aber auch einzelne Gesellschaften anderer Industriegruppen weisen in ihrer Bilanz ein höheres Obligationenkapital auf als Aktienkapital. So beträgt bei der Schokoladenfabrik J. Klaus in Le Locle das Obligationenkapital im Jahre 1928 das 8,35-fache des Aktienkapitals.

*) Hübner a. a. O. S. 914 ff.

*)

Industriezweig	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	Gesellschaftskapital	Obligationenkapital
		in Franken	
1. Gas- und Elektrizitätsindustrie .	38	396 268 000	403 442 858
2. Maschinen- und Metallindustrie	22	247 985 000	132 904 417
3. Industrie der Nahrungs- und Genussmittel	24	235 425 000	117 684 500
4. Textilindustrie	22	97 000 000	53 205 000
5. Hotelindustrie	32	51 606 900	71 934 941
6. Chemische Industrie	8	42 500 000	18 274 000
7. Möbel- und Bekleidungsindustrie	11	23 698 000	14 486 000
8. Andere Industrien	28	70 855 500	43 567 500
Total	185	1 165 338 400	855 499 216

*) Finanzjahrbuch 1928, Vade Mecum 1926.

Um sich Obligationenkapital zu beschaffen, müssen die Obligationen unter das Publikum emittiert werden. Wir untersuchen daher im nächsten Kapitel die Emission der Industrieobligation.

2. Kapitel.

Die Emission der Industrie-Obligation.

I. Die Emissionszeit.

Die Wahl der richtigen Zeit für die Ausgabe von Industrieobligationen ist von grosser Wichtigkeit für den Erfolg der Anleihe, besonders aber für die Höhe des Zinsfusses und des Begebungskurses.

Eine Unternehmung, die Obligationen ausgibt, um ihren Kapitalbedarf zu befriedigen, hat das durch die Obligationen zufliessende Geld mehr oder weniger dringend notwendig. Es kommt vor allem auf die Ursache der Obligationenemission an. Ist einer Gesellschaft der Bankkredit gekündigt worden, so wird sie versuchen, so schnell als möglich sich anderswo Kapital zu verschaffen, oft auch in ungünstigen Zeiten. Sehr oft entbehrt aber die Kapitalbeschaffung der Dringlichkeit und die Unternehmung ist in der Wahl der Emissionszeit mehr oder weniger frei. Sie wird daher mit der Anleihensaufnahme warten, bis die günstigste Zeit dafür eintritt. Diese aber ist abhängig von der allgemeinen Konjunktur. Wenn die Konjunktur im Aufstieg ist, bieten die Aktien dem Geldgeber grössere Gewinne. Infolge des guten Geschäftsganges steigen die Dividenden der Aktien, die Obligationen gehen nicht mehr mit, da sie zu einem festen Zinsfuss verzinslich sind, und finden daher sehr beschränkten Absatz. Kommt aber, wie immer, nach der Hochkonjunktur die Krisis, so ruht das Emissionsgeschäft. Der Geldgeber sieht, wie die Industrie darniederliegt, und gibt ihr kein Kapital mehr, weder in Form der Aktien, noch der Obligationen. Der lachende Dritte ist hier der Staat, der seine Obligationen zu einem sehr billigen Zinsfuss ausgeben kann. Nach einiger Zeit aber beginnt die Wirtschaft sich von ihrer Erschlaffung zu erholen, der Geldgeber schaut sich wieder nach höheren Zinssätzen um, und jetzt sind es zuerst die festverzinslichen Industrieobligationen, welche sich das Vertrauen des anlagesuchenden Kapitals wieder gewinnen. Sie sind verhältnismässig sicher und gewähren einen höheren

Zinsfuss als die Staats- und Kommunalobligationen. Erst wenn die Industrie wieder ihrer Hochkonjunktur entgegengeht, tritt die Aktie wieder mehr in den Vordergrund. Wir können also mit Schmalenbach *) sagen, dass die theoretisch beste Emissionskonjunktur für die Industrieobligationen dann vorhanden ist, „wenn eine Depression so lange gedauert hat, dass sie nicht mehr so schreckhaft ist, wie sie zu Anfang war, und noch nicht so sehr zu Ende ist, dass wieder der Aktienenthusiasmus sich regt". Aber selbst jemand, der die Konjunktur gründlich studiert und dieselbe genau kennt, wird oft kaum in der Lage sein, sie auszunutzen, da er nicht so lange warten kann. Die 6—8-jährige Zeitspanne von einer Allgemeinkonjunktur zur andern ist ihm zu gross. Der Grossteil der Emittenten kann aber, wie Schmalenbach **) bemerkt, die Konjunktur auch daher nicht ausnützen, „da er sich in der Konjunktur nicht auskennt, solange dieselbe im Flusse ist und er mitten drin steht".

Es ist daher für den Industriellen von grösserer Bedeutung, welche Zeit für die Ausgabe von Obligationen, unabhängig von der Konjunktur, innerhalb des Jahres die günstigste ist. Es sind dies ohne Zweifel die Zeiten der grössten Geldflüssigkeit, also die Quartalsübergänge und besonders der Jahreswechsel. Im ersten Monat des Jahres werden nicht nur die Zinscoupons fällig, sondern es findet meistens auch die Zahlung der ausgelosten Obligationen statt. Daneben kommen alle die Einnahmen aus Mietzinsen usw., die eine Anlage suchen. Auch Schmalenbach nimmt diese Zeiten als die günstigsten an, indem er schreibt: „Nicht jedes Neukapital will sich in die Gestalt der Aktien begeben. Wenn am Jahresende und an den Quartalsterminen die Zinscoupons der Obligationen fällig werden, wird dasjenige, was nicht verzehrt wird, am liebsten wieder zu Obligationen. Das Kind läuft der Mutter nach." ***) Eine Unternehmung, die sich Neukapital durch Ausgabe von Obligationen beschaffen will, wird daher, will sie zu möglichst günstigen Bedingungen sich damit versorgen, die Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt gründlich untersuchen müssen. Wenn es ihr auch nicht möglich ist, auf das Ende einer Hochkonjunktur und der darauf folgenden Krise zu warten, so wird es ihr doch in den meisten Fällen möglich sein, die Deckung des Kapitalbedarfes innerhalb des Jahres auf die Zeiten zu verschieben, welche für die günstigste Aufnahme der Obligationen am Markte die meiste Gewähr bieten.

*) Schmalenbach a. a. O. S. 306.
**) „ a. a. O. S. 306.
***) „ a. a. O. S. 307.

II. Die Arten der Emission.

1. Die direkte des Schuldners.

Eine direkte Emission liegt vor, wenn der Emittent und der Anleiheempfänger in ein und derselben Person vereinigt sind. Die geldsuchende Gesellschaft nimmt hier für die Unterbringung der Titel unter das Publikum keine fremde Hilfe in Anspruch, trägt aber auch selbst das Risiko. Durch eine solche direkte Emission erspart der Anleiheempfänger die Vergütung, die er sonst an die berufsmässigen Vermittler zahlen müsste. Dies ist, wie Laepple*) richtig bemerkt, auch in den meisten Fällen der Hauptgrund für die Wahl dieser Emissionsart. Sie ist die ursprünglichste und die einfachste.

Bei den heutigen komplizierten Kapitalmarktsverhältnissen ist die direkte Emission des Schuldners nur in gewissen, wenigen Fällen möglich. Sie kann gewählt werden, wenn das benötigte Kapital nicht einem dringenden Geldbedürfnis entspringt, da sonst diese Art der Kapitalbeschaffung zu langsam wäre. Weil sich die Gesellschaft keiner fremden Hilfe bedient, muss das gesamte Kapital, das gezeichnet wird, an den Gesellschaftskassen einbezahlt werden. Verfügt nun die Gesellschaft nicht über ein ausgedehntes Filialnetz, so ist es für sie unmöglich, an grössere Kreise von Kapitalgebern zu gelangen. Es werden daher meistens Gesellschaften, die über einen lokalen festen Abnehmerkreis verfügen, zu dieser Art der Emission greifen. Der ganze Anleihebetrag wird dann zum Grossteil von der heimischen Lokalbevölkerung aufgebracht, die ein Interesse am Wohlergehen dieser Unternehmung hat. Diesen lokalen Kreis der Bevölkerung haben sich z. B. die Aktien-Spinnereien von Lacashire für die Finanzierung herangezogen. Es wurde von ihnen das eigenartige, interessante System der Werkdepositen geschaffen. „Die aussenstehenden Kapitalisten, der Krämer, der Gastwirt, der Pfarrer, der Arzt, der kleine Sparer, ja sogar der wohlhabendere Teil der Arbeiterschaft — sie alle waren durchaus bereit, ihre Ersparnisse der Spinnerei zur Verfügung zu stellen, die mitten in ihrer Ortschaft stand und Hunderten ihrer Nachbarn und Angehörigen, ja ihnen selbst, lohnende Beschäftigung gab.“ **) Durch die Ersparnisse dieser Lokalbevölkerung finanzierten diese Spinnereien so den grössten Teil ihres Kapitalbedarfes.

*) Laepple a. a. O. S. 224.
**) Wieser a. a. O. S. 409 ff.

Ein weiteres Erfordernis, um eine direkte Emission mit Erfolg vorzunehmen, ist ein gründliches Studium der Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt. Ist dieser nämlich nicht aufnahmefähig, so drückt ein ständiges Angebot bei einer geringen Nachfrage auf den Kurs der Anleihe, sodass der Absatz der Wertpapiere immer mehr verschlechtert wird. Es ist daher auch für solche Gesellschaften, die durchaus kreditfähig sind, die direkte Emission mit Risiko verbunden.

Gewöhnlich ist der Anleiheschuldner nicht in der Lage, die Emission ohne Hilfe von Vermittlungsstellen vorzunehmen. Er wird daher in den meisten Fällen die Vermittlung der berufsmässigen Anleihevermittler, die Banken, in Anspruch nehmen müssen, will er mit Erfolg eine Anleihe emittieren. So auch Laepple: *) „Die direkte Begebung in ihrer reinen Form unter Umgehung jeglicher Vermittler und unter Verzicht auf Zeichnungsstellen kommt in der Schweiz nur ausnahmsweise zur Anwendung.“ Anfragen bei Fachleuten haben ergeben, dass die direkte Emission für die Begebung von Industrieobligationen bei uns nicht vorkommt, dass sie also praktisch ausser Betracht fällt.

2. Die indirekte durch Vermittlung der Bank.

Wie wir gesehen haben, setzt die direkte Emission durch den Schuldner eine sorgfältige, genaue Prüfung und Kenntnis des jeweiligen Wertpapiermarktes und der bestehenden Kapitalmarktverhältnisse voraus. Sie erfordert auf diesem Gebiet Erfahrungen, die denjenigen, welche sich nur gelegentlich an den Markt wenden, regelmässig abgehen. Ueberdies ist aber unter Umständen eine gewisse „Vorbereitung des Marktes“ für die neue Emission erforderlich, nicht nur durch entsprechende Ankündigungen und Empfehlungen, sondern in vielen Fällen durch gewisse Massnahmen und künstliche Mittel, die allein den Banken zur Verfügung stehen. Daher bedienen sich die Kreditsuchenden bei der Emission ihrer Anleihe der Mitwirkung grösserer oder kleinerer Banken, weil nur diese die obenerwähnten Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen besitzen. Dazu kommt, dass in vielen Fällen der Emissionskredit der Banken das Gelingen einer Emission sicherstellt. Schliesslich ist noch zu erwähnen, dass das die Anleihe übernehmende Bankhaus häufig schon vorher dem Anleihesuchenden einen grösseren Kredit eingeräumt hat, zu dessen Konsolidierung die zu emittierenden Obligationen dienen sollen. Es ist daher für eine Unternehmung das Gegebene, sich bei einer Obligationen-Emission der Vermittlung der Ban-

*) Laepple a. a. O. S. 225.

ken zu bedienen. Dies ist auch die Meinung von Schmalenbach, trotzdem er im allgemeinen nicht sehr gut auf die Banken zu sprechen ist: „Die Banken sind für das Emissionswesen die natürlichen Helfer. Sie vermögen, den Kapitalbedarf in der einfachsten Weise an die ungezählten grossen und kleinen Kapitalquellen heranzuführen.“ *) Allerdings fährt er fort: „Die Banken lassen sich für diesen Emissionsdienst verhältnismässig hoch bezahlen. Sie arbeiten, die grossen wie die kleinen, schon an sich nicht durchweg billig. Sie lassen sich allerlei vornehme Allüren, die für das Geschäft in Wirklichkeit wenig bedeuten, sondern nur die Eitelkeit erfreuen, viel Geld kosten. Kommt eine Bank in ein gewisses Alter hinein, so verstärkt sich gewöhnlich diese Tendenz, und es tritt noch mancherlei sonstige Senilität hinzu.“ **) Es fällt ausser den Rahmen vorliegender Arbeit, auf die Berechtigung dieses für die Banken nicht gerade schmeichelhaften Urteils einzugehen. Wir werden später sehen, inwieweit dasselbe für die Bezahlung des Emissionsdienstes zutrifft. Es soll hier lediglich festgestellt werden, dass auch Schmalenbach die Vermittlung der Banken bei der Emission als das Gegebene betrachtet.

Wir unterscheiden verschiedene Arten der Anleihevermittlung:

a) Die kommissionsweise Vermittlung.

Das Bankhaus übernimmt hier die Anleihe und verkauft die einzelnen Obligationen als Kommissionär gegen eine vom Erfolg der Emission unabhängige Provision. Das Risiko des Absatzes trägt der Anleiheempfänger, der auch den Kurs der zu begebenden Anleihe festsetzt. Das rechtliche Verhältnis zwischen der Bank und dem Anleiheschuldner wird geregelt durch die Bestimmungen des Obligationenrechtes über die Kommission (Art. 625 ff.). Die Bank wird diese Art der Vermittlung wählen, wenn die betreffende Emission nicht unbedingt sicher durchgeführt werden kann. Sie wird sich aber gleichwohl nicht für jede beliebige Anleiheaufnahme als Kommissionär betätigen. Das Publikum beteiligt sich nämlich viel eher, wenn der Name einer guten Bank mit der Emission verbunden ist. Die Bank ist vielleicht gut bekannt und man bringt ihr grosses Vertrauen entgegen. Wirkt sie nun bei einer als zweifelhaft erkannten Emission mit, so kann sie sich, wie Freund richtig bemerkt, bei einem Misserfolg wohl „rechtlich, aber nicht moralisch exkulpieren“.***)

*) Schmalenbach a. a. O. S. 302.
**) „ a. a. O. S. 302.
***) Freund a. a. O. S. 90.

b) Die feste Uebernahme.

Die Banken übernehmen hier die ganze Anleihe oder einen Teil derselben zu einer bestimmten Höhe fest. Der Anleiheempfänger erhält von der Bank den vereinbarten Betrag, ganz unabhängig vom Erfolg der Emission. Das Bankinstitut verkauft die einzelnen Obligationen zu einem höheren Kurs in eigenem Namen und auf eigene Gefahr an die Anlagesuchenden. Die Entschädigung der Bank liegt in der Differenz zwischen dem Uebernahmepreis der Anleihe plus Kosten, die ihr durch die Emission erwachsen, und dem — regelmässig vom Uebernehmer selbst festgesetzten — Verkaufspreis. Der Anleiheschuldner braucht sich um den Absatz der Obligationen nicht im geringsten zu kümmern. Er erhält vom übernehmenden Bankhaus oder Konsortium den festen Preis für die Anleihe. Der grosse Vorzug dieses Verfahrens beruht darin, dass der industrielle Anleiheempfänger in einem bestimmten Zeitpunkt über bestimmte Mittel aus der Anleihe zu seinen Zwecken verfügen kann. Er wird daher, wenn er dies wünscht, wenn irgendwie möglich diese Art der Anleihevermittlung allen andern vorziehen. Nicht immer ist eine Bank in der Lage, das Anleihen allein zu übernehmen. Handelt es sich um grosse Anleihebeträge, so zieht sie daher vor, zwecks Uebernahme ein Konsortium zu bilden. Ist der Erfolg der Emission nicht unbedingt sicher, so übernimmt sie oder das Konsortium zudem nur einen Teil des Anleihebetrages fest, während sie sich für den andern Teil eine Option geben lässt. Eine solche liegt dann vor, wenn einer Vertragspartei anlässlich der Uebernahme einer Emission die Befugnis eingeräumt wird, innerhalb der durch den Uebernahmevertrag bestimmten Grenzen den Umfang der Lieferungen zu bestimmen.*) Das eingeräumte Optionsrecht gibt also die Möglichkeit, je nach dem Resultat der eingegangenen Zeichnungen entweder nur den fest übernommenen Anleihebetrag oder auch weitere Beträge auf Grund der Option zu beziehen. Eine Pflicht zur Geltendmachung des Optionsrechtes besteht nicht. Es ist gebräuchlich, dass für den Teil des Anleihens, welcher optionsweise bezogen wird, das Uebernahmeinstitut sich mit einer niedrigeren Kommission zufrieden gibt als für den fest übernommenen Teil, da ja nur mit diesem letzteren Teil ein eigentliches Engagement verbunden ist. Oft scheint dies aber nicht der Fall zu sein, indem der Uebernahmepreis für die fest übernommenen Stücke derselbe ist,

*) Bundesgesetz über die Stempelabgaben, a. a. O. S. 300.

wie derjenige der Optionsstücke. Es wird aber auch hier für das Recht der Option seitens der Bank eine Prämie bezahlt; denn bei Beharren des Schuldners auf fester Uebernahme der ganzen Anleihe würde die Bank oder das Konsortium einen tieferen Uebernahmekurs zur Bedingung machen oder überhaupt auf die Uebernahme der Anleihe verzichten. *)

c) Die Garantieübernahme.

Eine letzte Form der Durchführung der indirekten Emission, bei welcher das Risiko des Schuldners wie beim vorigen Fall auch ausgeschaltet wird, ist die Garantieleistung seitens der Bank, welcher ein Garantievertrag zu Grunde gelegt wird. Die Banken übernehmen hier die auszugebende Anleihe nicht fest, verpflichten sich aber, die bei Anlass der Emission nicht plazierten Stücke zu übernehmen. Für diese geleistete Garantie erhält der Garant eine Provision, welche ungefähr der Marge zwischen Uebernahme- und Emissionskurs bei der festen Uebernahme entspricht. **) Diese Art der Vermittlung kommt hauptsächlich in England zur Anwendung, wo man sie „Underwriting" nennt. Bei uns findet die Garantieübernahme hauptsächlich bei Konversionen Anwendung, da sich hier nicht zum voraus feststellen lässt, ein wie grosser Teil der Anleihe konvertiert wird und wieviel frei plaziert werden muss. ***)

Mit Ausnahme der kommissionsweisen Plazierung tragen die Banken bei all den geschilderten Emissionsverfahren das Risiko. Mit der Zunahme der Zahl der Emissionen und den immer grösser werdenden Anleihebeträgen suchten die Banken, dieses Risiko möglichst zu beschränken. Würde eine einzelne Bank allein eine grosse Anleihe übernehmen, so liefe sie Gefahr, sich bei einem Misserfolg auf längere Zeit in den übernommenen Wertpapieren festgelegt zu sehen. Sie sucht daher eine Art Rückversicherung einzugehen, und diese geschieht dadurch, dass das Risiko auf verschiedene Banken verteilt wird. Hier, wie in allen andern Geschäften der Bank, spielt das Prinzip der Risikoverteilung für die Aufrechterhaltung der Liquidität eine bedeutende Rolle. Dazu kommt noch, dass einer einzelnen Bank überhaupt nicht genügend Mittel zur Verfügung stehen, um eine grössere Anleihe rasch genug abzusetzen. Daher schliessen sich verschiedene Banken zusammen, und je nach

*) Kurz und Bachmann a. a. O. S. 148.
**) „ „ „ a. a. O. S. 150.
***) „ „ „ a. a. O. S. 152.

dem Zweck ihres Zusammenschlusses nennen sie sich: Verwertungskonsortium, d. h. ein Bankhaus übernimmt die Gesamtheit der zu plazierenden Titel allein, sucht aber nachträglich zum Zwecke der Plazierung Anlehnung an andere Banken und verbindet sich mit diesen zur Abwicklung des Geschäftes. Der Zweck dieser losen Verbände besteht also in der Verabredung, die von der führenden Bank übernommenen Wertpapiere nach einem gemeinschaftlichen Plan und auf gemeinsame Rechnung meist nicht unter einem bestimmten Preise zu verkaufen.

Uebernahmekonsortium: Der Zusammenschluss geschieht hier nicht nur zum Zweck der Verwertung, sondern, wie dies schon der Name sagt, auch zum Zweck der Uebernahme der ausgestellten Titel.

Garantiekonsortium: Die Banken schliessen sich zusammen und geben für den Erfolg der Anleihe gemeinsam Garantie.

Diese Konsortien wurden früher für ein einzelnes Emissionsgeschäft gebildet und nach seiner Beendigung wieder aufgelöst. Im Laufe der Zeit nahmen sie aber feste Formen an und es bildeten sich dauernde Bankgruppen. Die höchste bis jetzt entwickelte Organisationsform der Banken sind die Banksyndikate.

Gewisse schweizerische Industrien haben sich für die Abwicklung ihrer Emissionen eigene Bankgruppen angegliedert. Natürlich war dies nur für grosse Industrien notwendig, da für kleinere Gesellschaften, die nur selten und in kleinem Masse den öffentlichen Kredit in Anspruch nehmen, eine aus mehreren Banken zusammengesetzte Gruppe überflüssig ist. Die nachstehende Tabelle*) enthält die hauptsächlichsten grösseren Bankgruppen für industrielle Emissionen:

	Uebernahmekonsortium:
A.-G. Brown Boveri & Cie.	Schweiz. Kreditanstalt, A.-G. Leu & Cie., Schweiz. Bankverein, Schweiz. Bankgesellschaft, A. Sarasin & Cie., Basel, Pictet & Cie., Genf, C. J. Brupacher & Cie., Zürich.
A.-G. für Eisen- und Stahlwerke, vorm. Georg Fischer	Schweiz. Kreditanstalt, Schweiz. Bankverein, Schweiz. Bankgesellschaft, A. Sarasin & Cie., Basel.
Allgemeine Maggigesellschaften	Schweiz. Kreditanstalt.
Aluminium Industriegesellschaft	Schweiz. Kreditanstalt, Schweiz. Bankverein, Zahn & Cie., Basel, Pictet & Cie., Genf, A. Hofmann & Cie. A.-G., Zürich.

*) Kurz und Bachmann a. a. O. S. 168 ff.

C. F. Bally A.-G. *Bally Schuhfabrik A.-G.*	Eidgen. Bank, Schweiz. Bankgesellschaft, Schweiz. Bankverein.
Zentralschweizerische Kraftwerke	Schweiz. Kreditanstalt, A.-G. Leu & Cie., Luzerner Kantonalbank.
Elektrizitätswerk Lonza	Schweiz. Bankverein, Eidg. Bank, A.-G. Leu & Cie., Ehinger & Cie., Basel.
Industriegesellschaft für Schappe	Basler Handelsbank, La Roche & Cie., Basel.
Gesellschaft für chemische Industrie	Schweiz. Bankverein, Vest, Eckel & Cie., Basel.
Kraftwerk Laufenburg	Schweiz. Kreditanstalt, Eidg. Bank, A.-G. Leu & Cie., Schweiz. Bankgesellschaft, Schweiz. Bankverein, Aargauische Kantonalbank.
Maschinenfabrik Oerlikon	Schweiz. Kreditanstalt, Schweiz. Bankverein, Eidgen. Bank, Julius Bär & Cie., Zürich.
Motor Columbus A.-G. für elektr. Unternehmungen	Schweiz. Kreditanstalt, Schweiz. Bankverein, Schweiz. Bankgesellschaft, A.-G. Leu & Cie., Banca Unione di Credito, A. Sarasin & Cie., Basel, C. J. Brupacher & Cie., Zürich.
Nestlé & Anglo-Swiss Condensed Milk Co.	Schweizerische Kreditanstalt, Eidg. Bank, Schweiz. Bankverein, Basler Handelsbank.
Peter, Cailler, Kohler's Schweiz. Schokoladen A.-G.	Schweiz. Bankverein, Eidg. Bank, Schweiz. Bankgesellschaft, Comptoir d'escompte de Genève, Banque de l'Etat de Fribourg, Darier & Cie., Genève, Paccard, Mirabaud & Cie., Genève.
Schweiz. Amerikanische Stickerei-Industrie-Gesellschaft	Schweiz. Kreditanstalt, A.-G. Leu & Cie., Glarner Kantonalbank.
Schweiz. Lokomotiv- und Maschinenfabrik	Schweiz. Bankgesellschaft, Schweiz. Kreditanstalt.
Schweiz. Maschinenfabrik Schlieren A.-G.	Schweiz. Kreditanstalt.
Gebr. Sulzer A.-G. *Sulzer Unternehmungen A.-G.*	Schweiz. Bankgesellschaft, Schweiz. Bankverein.

Obige Tabelle zeigt uns die bedeutende Rolle, welche unsere Grossbanken für die Emission der Industrieobligation spielen. Nur sie sind in der Lage, das Risiko einer grossen Anleihe zu übernehmen. Bei einigen Uebernahmekonsortien sind daneben auch kleinere Banken, Kantonalbanken und Privatbanken vertreten. Diese Lokalbanken werden von den Grossbanken herangezogen, weil sie mit der betreffenden industriellen Unternehmung in engeren Beziehungen (Kontokorrentverkehr) stehen, daher in grossem Masse an der

Emission interessiert sind und ausserdem die Verhältnisse der emittierenden Gesellschaft besser kennen, als die Grossbanken.

Hat in Bezug auf die Anleihebedingungen und auf den Uebernahmekurs eine Verständigung zwischen dem Anleihenehmer und den Banken stattgefunden, so werden die Bedingungen in einem Anleihevertrag niedergelegt, der alles enthält, was hinsichtlich der Struktur des Anleihens (Zinsfuss, Dauer, vorzeitige Kündigungsmöglichkeit, Zahlstellen, Provision für diesen Dienst usw.) zu sagen ist, ferner die Uebernahmebedingungen, gewöhnlich auch der Emissionskurs, Bestimmungen über die Abnahme der Anleihe seitens der Bank, über die Verzinsung der etwa nicht sofort benötigten Gelder u. a. Vielfach behält sich die Bank oder das Konsortium das Recht vor, vom Vertrage zurückzutreten, falls bis zu einem vertraglich bestimmten Zeitpunkt oder vor Schluss der öffentlichen Zeichnungsfrist unvorhergesehene Ereignisse eintreten sollten.*) Als solche kommen in Betracht: Grössere politische Unruhen, Epidemien, Streik, kriegerische Verwicklungen in der Schweiz oder in andern Ländern usw., wodurch der Kapitalmarkt, der für die Anleihe in Frage kommt, empfindlich gestört würde.

Die Bedingungen, zu denen eine Anleihe seitens der Bank oder eines Konsortiums fest übernommen, garantiert wird, hängen in erster Linie von der Qualität des Schuldners und ferner davon ab, ob der zur Emission kommende Titel in der Schweiz schon gut bekannt ist oder nicht. Aber nicht nur die Bonität des Schuldners, sondern auch Rücksichten, die man ihm gegenüber walten lassen will, sprechen bei der Festsetzung der Bedingungen mit. So erscheint es ohne weiteres gegeben, dass für die Anleihen des Bundes, der Bundesbahnen und in zweiter Linie der Kantone und Gemeinden günstigere Konditionen eingeräumt werden, als z. B. für die Uebernahme von Industrieobligationen oder gar von ausländischen Werten. **) Während die den Banken zu leistende Kommission für die Anleihen des Bundes und der Bundesbahnen 1½ %, manchmal etwas höher, und für die Kantone und die grossen Städte auf 2 % steigt, beträgt die Kommission für industrielle Obligationen in der Regel 3 bis 4 %, d. h. wenn eine Begebung der Obligation zu pari erfolgt, beträgt der Uebernahmekurs bei Obligationen industrieller Unternehmungen 97, bezw. 96 %. ***) Bei einer Emission von 10 Millionen erhalten also die Banken den netten Betrag von

*) Laepple a. a. O. S. 256.
**) Kurz und Bachmann a. a. O. S. 152.
***) „ „ „ a. a. O. S. 152.

300,000 bezw. 400,000 Fr., was Schmalenbach veranlasste, von einem teuer bezahlten Emissionsdienst zu sprechen.*) Bedenkt man aber, dass die Kosten der Anleihe, die von den Banken getragen werden müssen, oft gewaltig hoch sind, und das Risiko, das sie laufen, oft nicht weniger gross ist, so begreift man, dass die Banken sich für diesen Emissionsdienst gut bezahlen lassen. Diese Sätze von 3, bezw. 4 % weichen von Anleihe zu Anleihe wenig voneinander ab. Anders ist dies natürlich für die übrigen Anleihebedingungen. Diese ändern sich besonders hinsichtlich Zinsfuss, Zeitpunkt der Emission usw. von Fall zu Fall.

Ist die Anleihe übernommen, so muss die Bank oder das Konsortium dafür sorgen, die einzelnen grossen und kleinen Kapitalgeber für diese zu interessieren, um möglichst bald die einzelnen Stücke plazieren zu können. Die Arten des Verkaufs der übernommenen Obligationen an das Publikum sind verschiedene. Wir unterscheiden:

1. Subskription.
2. Einführung an der Börse.
3. Schalterverkauf.

1. Subskription.

Darunter verstehen wir ein Angebot der Wertpapiere seitens des Schuldners oder der Bank zu einem festen Kurse durch Veranstaltung einer Zeichnung. Das Publikum wird aufgefordert, zu erklären, wieviel Effekten es zu diesem festgesetzten Kurse kaufen will. Diese Erklärung, einen gewissen Betrag dieser Effekten zu einem bestimmten Kurs zu beziehen, nennt man Zeichnung. Bei der Subskription unterscheiden wir mit Schmalenbach **) folgende Etappen:

a) Die Aufforderung zur Zeichnung;
b) die Zeichnung;

diesen beiden folgt:

c) die Zuteilung.

a) Die Aufforderung zur Zeichnung.

Sie geschieht mittelst des Prospektes. Dieser enthält die Anleihe- und Emissionsbedingungen und alle andern für die Beurteilung des Wertpapieres notwendigen Angaben. Vor allem gibt der Prospekt Aufschluss über die bisherige Ge-

*) Siehe oben, S. 37.
**) Schmalenbach a. a. O. S. 308 ff.

schäftsführung, indem er die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung des abgelaufenen Jahres enthält. Ein bestimmter Inhalt des Prospektes ist nach schweizerischem Recht für die Emission von Obligationen nicht vorgeschrieben. Es besteht also durchaus kein Zwang für die Ausgestaltung des Prospektes. Etwas anderes ist es, wenn die Obligationen an der Börse eingeführt werden. Ueber die Voraussetzungen für die Börseneinführung werden wir aber später eingehender zu sprechen kommen. Die Werbetätigkeit der Banken ist je nach Umfang und Art der Anleihe eine mehr oder weniger grosse. Bei sehr grossen Anleihen, bei welchen ein ausgedehntes Uebernahmesyndikat mit einer Masse von Zeichnungsstellen beteiligt ist, kommt es oft vor, dass diese Aufforderungen zur Zeichnung mittelst Prospekt ins Unermessliche steigen. Leutenegger *) spricht mit Recht von einem Prospektunfug, wenn er schreibt: „Wenn in Erwägung gezogen wird, dass infolge des autonomen Vorgehens jeder Subskriptionsstelle hinsichtlich der Prospektversendung, z. B. Personen mit gesicherter Existenz und etwelchem Vermögen regelmässig 6—10 Prospekte für die gleiche Anleihe erhalten, so ist es wohl begreiflich, dass Anläufe unternommen worden sind, um diesem Prospektunfug zu steuern.“ Rechtlich stellt der Prospekt eine Einladung zum Kaufe, zum Kontrahieren dar und nicht eine Offerte, als was er früher fälschlich von einigen Autoren betrachtet wurde. Die Offerte wird durch den Zeichner mit der Abgabe des dem Prospekt beiliegenden ausgestellten und unterzeichneten Zeichnungsscheines gemacht.

Die wichtigste Folge, die durch die Aufstellung des Prospektes für den Emittenten erwächst, ist die Prospekthaftung. Trotzdem unser Gesetz, wie schon bemerkt, keinen Prospektzwang für die Emission der Obligationen kennt, wird in Art. 672 O. R. eine Prospekthaftung statuiert. Art. 672 O. R. lautet: „Hat eine bereits statuierte Aktiengesellschaft eine Emission von Aktien oder Obligationen, sei es für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter vorgenommen, so haftet jeder, welcher dabei tätig war, den einzelnen Aktionären oder Obligationären für Schadenersatz, wenn er wissentlich unwahre Angaben in Prospekten oder Zirkularen gemacht oder verbreitet hat.“

Der zu leistende Schadenersatz wird nach Art. 43 O. R. bemessen. Näher auf die Frage der Prospekthaftung einzugehen, ist im Rahmen dieser Arbeit nicht möglich. Wir verweisen auf die beiden Dissertationen von Karl Jucker „Der

*) Leutenegger a. a. O. S. 60 ff.

Prospektzwang bei der Emission von Wertpapieren", Diss. Zürich 1923/24, und Lang, „Die Haftung der Emittenten gegenüber dem Erwerber von Wertpapieren nach schweizerischem Recht", Diss. Zürich 1916. Es ist aber hier die Frage aufzuwerfen, ob es nicht angezeigt wäre, den Prospektzwang für die Ausgabe von Obligationen gesetzlich vorzuschreiben, wie dies bei der Emission von Aktien der Fall ist. (Art. 617 und 626 O. R.) Der von den schweizerischen Börsen für die Zulassung verlangte Prospektzwang ist, wie wir später sehen werden, mangelhaft. Dazu kommt, dass heute der Grossteil, bei den Industrie-Obligationen sogar alle Emissionen ausserhalb der Börse vor sich gehen. Erst nach Beendigung der Emission wird die Zulassung an den Börsen nachgesucht. Dieser von den schweizerischen Börsen verlangte Prospekt ist daher unwirksam, weil er die leichtfertige und schwindelhafte Emission nicht verhüten kann. Es ist aber klar, dass nicht nur der einzelne Titelerwerber ein grosses Interesse an einer ehrlichen und sorgfältigen Emission hat, sondern auch der Staat, dies schon aus steuerpolitischen Gründen. Eine sichere und zweckmässige Anlage gehört zu den Voraussetzungen der Finanzkraft des Staates. Durch den Prospektzwang hofft man die leichtsinnige Emission von Effekten, wenn nicht ganz zu verhindern, so doch erheblich einzuschränken und dies vor allem dann, wenn die Angaben im Prospekt zudem noch durch eine zu ernennende Prüfungsstelle auf ihre formelle und materielle Richtigkeit hin untersucht würden. Die Einführung eines solchen Prospektzwanges wurde in der Schweiz schon in Erwägung gezogen, was wir aus einer Antwort von Bundesrat Schulthess auf eine Anfrage in der Session des Nationalrates vom Dezember 1915 entnehmen können. Er sagte unter anderem: „... Es wird gegenwärtig die Frage studiert, ob es nicht zweckmässig wäre, an Stelle der gegenwärtig fungierenden Zulassungsstellen eine eidgenössische Prospektprüfungsstelle einzusetzen. ..." *) Bis heute aber wurde in dieser Sache nichts getan. U. E. ist die Einführung einer solchen Prüfungsstelle nicht so wünschenswert, da bald ein gewisser Formalismus Platz greifen würde, der die Wirtschaft in ihrer freien Entwicklung zu stark hindern würde. Zudem erscheint es uns ausgeschlossen, dass diese Prüfungsstelle den Inhalt des Prospektes auf seine materielle Richtigkeit hin untersuchen könnte, da dies in vielen Fällen den geübtesten und erfahrensten Bankpraktikern unmöglich ist. Trotzdem würde dieser Prüfungsstelle vom Titelerwerber die Verantwortung überbunden, sobald er durch ir-

*) Zeitschrift für schweiz. Statistik, Jahrg. 1916, S. 354.

gend eine Emission, die auf Grund von falschen Angaben durchgeführt werden konnte, geschädigt würde. Es wird auch der best ausgebildetste Prospektzwang das Publikum nicht ganz vor Schaden bewahren können, und der Titelerwerber wird daher nach wie vor darauf angewiesen sein, die Solidität der emittierenden Unternehmung selbst zu untersuchen, will er sich vor spätern Verlusten schützen.

b) Die Zeichnung.

Durch die Ausfüllung des dem Prospekt beigegebenen Zeichnungsscheines verpflichtet sich der Zeichner, zu den im Prospekt angegebenen Bedingungen die von ihm gezeichneten und ihm zugeteilten Stücke abzunehmen. Oft sind die gezeichneten Beträge höher als die Summe der auszugebenden Effekten, und man spricht dann von einer Ueberzeichnung. Bei einigen beliebten Obligationen kommt häufig eine mehrfache Ueberzeichnung vor. Die Zeichner erhalten dann nicht den vollen Betrag der von ihnen gezeichneten Effekten, da bei der Zuteilung eine Reduktion eintritt. Das führt nun dazu, dass viele einen grössern Betrag von Obligationen zeichnen, als sie in Wirklichkeit wünschen, da sie zum vorneherein mit einer Ueberzeichnung rechnen. Es kann nun allerdings vorkommen, dass die Vermutung der Zeichner nicht zutrifft und einem jeden die von ihm gezeichnete Summe ganz zugeteilt wird. Sehr richtig bemerkt Schmalenbach: „Bei Erhöhung der Zeichnungssumme über das gewünschte Quantum hinaus kommt es vor, dass der Zeichner durch nichts unangenehmer überrascht wird, als durch die Mitteilung, dass er den vollen Zeichnungsbetrag zugeteilt erhielt. Für den Nichtbeteiligten ist es dann ein wenig spasshaft, zu sehen, wie trotz vielfacher Ueberzeichnung überall viel Unzufriedenheit herrscht und der Kurs bald infolge der Verkäufe in weichende Bewegung kommt.“ *) Auf diese Praktiken, die oft auch von Banken ausgeübt werden, gehen wir bei der Darstellung der „Konzertzeichner“ näher ein.

c) Die Zuteilung.

Ist die im Prospekt angegebene Zeichnungsfrist abgelaufen, so wird die Totalsumme aller Zeichnungen berechnet. Entsprechen die Subskriptionen dem Betrage der zu begebenden Anleihe, erhält jeder Zeichner die von ihm gewünschte Summe zugeteilt. Sind aber die gezeichneten Beträge höher als die Summe der auszugebenden Effekten, so werden die Zutei-

*) Schmalenbach a. a. O. S. 313 ff.

lungen reduziert. Diese Reduktion ist aber durchaus nicht immer eine gleichmässige, wie Leutenegger*) behauptet. Häufig werden zuerst diejenigen Zeichner befriedigt, bei denen man voraussetzt, dass die Obligation von ihnen als Anlagemittel verwendet wird. Die andern Zeichner, bei welchen man annimmt, dass sie die erworbenen Papiere bei einem etwas höheren Kurs verkaufen werden, um diesen Kursgewinn zu realisieren, werden nicht oder weniger berücksichtigt; denn sowohl der Emittent wie der nicht spekulative Geldnehmer haben ein Interesse daran, dass die auszugebenden Titel nicht in die Hände der sogenannten „Konzertzeichner"**) gelangen. Wir können mit Leutenegger***) zwei verschiedene Typen von „Konzertzeichnern" unterscheiden:

Der erste Typus ist dadurch erkennbar, dass die gezeichneten Titel nicht der Kapitalanlage dienen sollen, sondern der Spekulation auf Kursgewinn. Die gekauften Papiere werden, sobald ihr Kurs über den Emissionskurs steigt, abgestossen.

Der zweite Typus der Konzertzeichner bedient sich des Majorisierens, d. h. er reicht eine Zeichnungssumme ein, die weit über die von ihm gewünschte Summe hinausgeht. Damit wird bezweckt, die bei einer Ueberzeichnung eintretende Reduktion zum voraus zu paralysieren. Es ist klar, dass Majorisationen nur bei solchen Anleihen vorkommen, bei denen eine mehrfache Ueberzeichnung sehr wahrscheinlich ist. Sie werden hauptsächlich von Bankinstituten vorgenommen, die sich so trotz der durch die Ueberzeichnung eintretenden Reduktion eine hohe Rate sichern wollen, um ihrerseits die Klienten möglichst restlos zu befriedigen. Wenn auch wenige Banken mit diesem Majorisieren beginnen, so sind die andern Institute gezwungen, dasselbe zu tun, wollen sie nicht riskieren, nach der eingetretenen Reduktion nichts oder nur ganz kleine Beträge zugeteilt zu erhalten. Bei privaten Subskribenten ist die Gefahr weniger gross, dass sie Zeichnungen machen, welche die Summe der Kapitalien übersteigen, die sie zur Neuanlage bereit halten. Die Folgen wären aber hier auch die grösseren. Während die Banken auch bei der vollen Berücksichtigung und Zuteilung ihrer Quoten gute Miene zum bösen Spiel machen müssen,

*) Leutenegger a. a. O. S. 78 ff.

**) Nach Schmalenbach, a. a. O., S. 315 ff., soll der Name Konzertzeichner herrühren von den Zeichnern, die, in Konzertsälen auftretend, anwesende Personen in überraschend kurzer Zeit porträtierten. Auch die „Zeichnungen" der auf schnell einzustreichendes Agio bedachten Zeichner gehören zu denen, die am schnellsten bei den Emissionshäusern einzutreffen pflegen.

***) Leutenegger a. a. O. S. 73 ff.

könnte bei privaten Zeichnern der Fall eintreten, dass ihnen die nötigen Mittel zur Abnahme der Effekten fehlen würden.

Interessant sind die privatwirtschaftlichen Nachteile, die sich durch das Majorisieren für die das Anleihe-Emissionsgeschäft pflegenden Banken ergeben, so wie auch die daraus entstehenden volkswirtschaftlichen Konsequenzen. Wir möchten aber nicht näher darauf eintreten, sondern nur die Massnahmen kurz untersuchen, die empfohlen und angewendet werden, um sowohl dem ersten wie dem zweiten Typus der Konzertzeichner mit Erfolg zu begegnen. Als solche kommen in Betracht:

1. Für einen gewissen Prozentsatz der Zeichnungen muss Deckung in Form einer Voreinzahlung geleistet werden, und zwar genügt nicht ein Vorschuss von 5—10 Prozent, sondern eine Einforderung von 25—50 Prozent der Zeichnung. Diese Massnahme hat sich als sehr geeignet erwiesen, um Zeichnungen, denen die materiellen Unterlagen fehlen, auszuschalten.

2. Die Anleihe gelangt in unlimitiertem Betrag zur Emission, und sämtliche Zeichnungen werden voll berücksichtigt. Eine solche Massnahme kann sich allerdings nur ein Staat leisten, und auch bei ihm ist schliesslich eine Grenze der Kreditfähigkeit vorhanden. U. W. ist eine solche Anleihe in der Schweiz nie emittiert worden.

3. Nachträgliche Erhöhung der Anleihesumme. Diese Massnahme wurde kürzlich von der Bank A.-G. Leu & Cie. getroffen. Die „Neue Zürcher Zeitung“ *) schreibt dazu: „Der Verwaltungsrat der A.-G. Leu & Cie. in Zürich beschloss, den Betrag des 5¼ % Anleihens von 10 Millionen Franken, das vom 10. bis 21. Oktober 1929 zur Zeichnung auflag, auf 15 Millionen Franken zu erhöhen.“ Eine solche Erhöhung war aber im Prospekt nicht vorgesehen, was zur folgenden Kritik eines Zeichners Anlass gab: „Nach meiner Ansicht berechtigt der Umstand, dass das Anleihen stark überzeichnet worden ist, die Bank nicht zu der getroffenen Massnahme ohne vorherige Begrüssung der Zeichner. Die Anmeldungen erfolgten auf Grund der Annahme, es handle sich um eine Anleihe von 10 Millionen und nicht um eine von 15 Millionen Franken.“ **) U. E. entbehrt diese Kritik nicht der Berechtigung. Die Bank hätte eine nachträgliche Erhöhung der Anleihesumme im Prospekt vorsehen sollen. Auch die schweizerischen Bundesbahnen nahmen bei den Anleihen der letzten Jahre verschiedentlich eine nachträgliche Erhöhung der

*) Neue Zürcher Zeitung, 25. Oktober 1929, Nr. 2057.
**) do.

Anleihesumme vor, erklärten aber im Prospekt, je nach der Grösse der eingegangenen Zeichnungen eine nachträgliche Erhöhung des Emissionsbetrages vorzunehmen. Dadurch wurden spätere Einwände der Zeichner beseitigt.

4. In letzter Zeit ist man hauptsächlich dazu übergegangen, einen Teil der Anleihesumme von der öffentlichen Subskription auszuschliessen, der dann von den einzelnen Syndikatsmitgliedern fest übernommen wurde. Dadurch wurde es ihnen ermöglicht, auch ohne Majorisieren eine bestimmte Quote zu erhalten, mittelst welcher sie ihre Klienten mehr oder weniger zufrieden stellen konnten. Die gewöhnlichen Zeichnungsstellen haben aber diese Möglichkeit nicht, und sie werden daher erst recht majorisieren müssen. Vollständig könnte die Majorisation erst dann abgeschafft werden, wenn die ganzen Quoten von den Syndikatsmitgliedern fest übernommen würden. Dann haben wir aber keine Subskription mehr, sondern Schalterverkauf.

Während die bis jetzt beschriebenen Massnahmen dazu dienten, die Majorisation zu beschränken, können sie aber den Besitzer der Obligation nicht verhindern, diese bald nach ihrem Erwerb aus spekulativen Gründen zu verkaufen. Um einen solchen frühzeitigen Verkauf auszuschliessen, wird den Effektenerwerbern eine Sperrpflicht auferlegt. Besonders in Deutschland wurde bei Emissionen häufig die Sperre angewandt. Nach Schmalenbach*) werden bei der Zuteilung besonders diejenigen bevorzugt, welche sich einer Sperre von drei, sechs, zwölf Monaten, selten von längerer Zeit, unterwerfen. Unter Sperre verstand man ursprünglich das tatsächliche Einsperren der ganzen Obligation oder Aktie oder Teile derselben (Bogen, Gewinnanteilscheine) mit dem stillschweigenden Verbot der Weiterveräusserung. **) Nach Rosentreter ***) wurde die Sperre zum erstenmale Ende der 80er Jahre des vorigen Jahrhunderts bei deutschen Emissionen angewandt. Die Entwicklung ging aber dahin, dass man auf das Einbehalten der Stücke verzichtete, sodass nur das Verkaufsverbot übrig blieb. Die ursprüngliche Sperre ist naturgemäss die wirksamere. Bald musste man aber in Deutschland konstatieren, dass sowohl die ursprüngliche, wie auch die spätere Art der Sperre ihren Zweck nur unvollständig erreichte. Es entstand mit den Sperrstücken ein regelrechter Handel. „Der Handel in gesperrten Stücken ist in Zeiten flotter Spekulation sehr im Schwunge gewesen. Nicht selten kamen für

*) Schmalenbach a. a. O. S. 314 ff.
**) Rosentreter, Art. Sperrstücke im Bankarchiv 1928, S. 43.
***) Rosentreter, do. S. 43.

gesperrte Stücke regelrechte inoffizielle Kurse zustande.“ *) Selbst die einbehaltenen Stücke wurden weiter verkauft, indem man Kassenquittungen oder Depotquittungen, auch Gutscheine, an Stelle der Obligationen oder Aktien weiterverkaufte. Diese Gutscheine und Quittungen wurden durch andere Wertpapiere sichergestellt. Die Sperrstücke, die verkauft werden, sind immer billiger als die freien, und sie werden daher auch eher einen Verkäufer finden als diese letzteren, vorausgesetzt, dass die uneingeschränkte Möglichkeit des Wiederverkaufes auf demselben Wege besteht. Je grösseren Umfang aber dieser Handel mit Sperrstücken annimmt, umso mehr Käufer werden dem Markt der freien Stücke entzogen. Auf die Spitze getrieben, bedeutet das, dass der amtliche Kurs der freien Stücke nur noch als Richtmass für die Umsätze am inoffiziellen Markte der Sperrstücke dienen würde. **) Um der oben beschriebenen Umgehung der Sperre entgegenzutreten, wurde durch ein Urteil des Reichsgerichtes entschieden, dass, wer ein Papier mit Sperrpflicht kaufe, unbedingt dafür aufkommen müsse, wenn es durch seinen Abkäufer oder durch einen fernern Nachmann an den Markt gebracht werde. ***) In der Regel nimmt das Emissionshaus die gesperrten Stücke selbst aus dem Markt und kann dann Ersatz der entstandenen Aufwendungen beanspruchen. Das Urteil des Reichsgerichtes lautet: „Der Sperrverpflichtete muss die von ihm an den Markt gebrachten Stücke dem Emissionshaus wieder abnehmen und ist verpflichtet zur anteilsmässigen Zahlung des Schadens, den das Emissionshaus durch das Angebot von Sperrstücken erlitten hat.“ †) Abgesehen davon, dass die Sperre den Weiterverkauf nicht vollständig verhüten kann, kann sie für das Publikum verschiedene Nachteile mit sich bringen. Sind bei einer Anleihe die Stücke grossenteils gesperrt, und sind der Umgehungen nicht viele, dann kann das Emissionshaus mit ein paar Stücken den Kurs nach seinem Belieben dirigieren. ††) Die Sperrung der Stücke erschwert aber zudem eine Lombardierung, da ja der Pfandhalter gegebenenfalls durch Verkauf des Pfandes Befriedigung suchen muss. Hingegen kann der Sperrverpflichtete jedes andere Rechtsgeschäft vornehmen, das die Stücke in seinem Vermögen belässt, z. B. Leihe, Sicherheitsleistung, Niessbrauch, da hier die Rechte aus dem

*) Schmalenbach a. a. O. S. 314.

**) Rosenfreier a. a. O. S. 44.

***) Breska, Bankarchiv 1926/27, Seite 483: Widerrechtliche Veräusserung von Sperrstücken.

†) Entscheidung des Reichsgerichtes, Bd. 72, 1909.

††) Schmalenbach a. a. O. S. 315.

Papier durch die Sperrverpflichtung, die nur die Veräusserungsmöglichkeit betrifft, in keiner Weise beschränkt werden.*)

Wie wir sehen, können die Konzertzeichner weder durch sorgfältige Auswahl bei der Zuteilung der gezeichneten Stücke, noch durch andere Massnahmen vollständig ausgeschaltet werden. Nach der Meinung Schmalenbachs **) werden die Konzertzeichner erst dann verschwinden, wenn der Emittent (die Bank) die Kurstreiberei während der Emissionsperiode aufgibt. Dann wissen die Zeichner, dass der Kurs der emittierten Papiere nicht regelmässig nach jeder Ausgabe in die Höhe geht. (Eine Steigerung des Kurses nach der Ausgabe kommt auch in der Schweiz bei den meisten Anleihen vor.)

Der Vorteil des Subskriptionsverfahrens besteht darin, dass bei Vollzeichnung und wirklicher Unterbringung der ganze Effektenbetrag zu einem festen, einheitlichen Preis abgesetzt wird. Natürlich lohnt sich dieses Verfahren, das mit hohen Kosten verbunden ist, nur für Anleihen, die einen verhältnismässig hohen Betrag darstellen. Für kleinere Anleihen wird meistens der Schalterverkauf angewendet. Die Begebung der Anleihe mittelst Subskription zu einem festen Kurs kann aber auch verschiedene Nachteile mit sich bringen. Wenn die Beurteilung des Kapitalmarktes durch den Emittenten nicht richtig ist, so wird unter Umständen der Emissionskurs zu niedrig gewählt. Die zu begebenden Papiere werden dann allerdings mit einem Schlage losgesetzt, man lässt sich aber Gewinnchancen entgehen. Die Obligationen hätten vielleicht auch Absatz gefunden bei einem 1 bis 2 Prozent höhern Kurse. Anderseits kann aber eine zu hohe Ansetzung des Emissionskurses für die emittierende Bank verhängnisvoll werden. Stockt nämlich der Absatz infolge eines zu hoch angesetzten Emissionskurses, so ist das Emissionshaus oft gezwungen, einen grossen Teil der Anleihe selbst zu übernehmen. Das Publikum wird gegenüber solchen Papieren, deren Subskription nicht vollständig gelungen ist, misstrauisch, und die Kurse beginnen zu sinken. Daher wird der Emittent im allgemeinen einen eher zu niedrigen Emissionskurs ansetzen, um auf alle Fälle einen Misserfolg zu verhüten.

Um solche Verluste zu vermeiden und möglichst alle Gewinnchancen auszunützen, wurde bei englischen und amerikanischen Emissionen das sogenannte Tendersystem angewandt. Dieses unterscheidet sich von der Subskription da-

*) Rosenfeld a. a. O. S. 44.
**) Schmalenbach a. a. O. S. 315 ff.

durch, dass von der Emissionsstelle kein fester, unabänderlicher Kurs, sondern ein Minimalkurs genannt wird. Der Zeichner kann erklären, wieviel Obligationen er zu diesem Kurs wünscht. Er kann aber auch über diesen Minimalkurs hinausgehen und ein höheres Angebot in den Zeichnungsschein setzen. Dadurch sichert er sich einen Vorrang gegenüber denjenigen, die einen niedrigeren Kurs offeriert haben. Wie wir sehen, hat dieses Verfahren eine gewisse Aehnlichkeit mit der Auktion. Der Unterschied besteht nur darin, dass der Höchstbietende nicht unter allen Umständen den von ihm offerierten Preis bezahlen muss. Die Zuteilung geschieht nämlich folgendermassen:*)

Angenommen, es werde ein Obligationenbetrag von 1 Million Fr. begeben. Der angesetzte Minimalkurs sei auf 96,5 % festgesetzt. An Zeichnungen sind eingelaufen wie folgt:

Gruppe A. 3 Millionen Fr. 96,5 %
Gruppe B. 1,2 Millionen Fr. 96,75 %
Gruppe C. 0,7 Millionen Fr. 96,9 %
Gruppe D. 0,5 Millionen Fr. 97 %
Gruppe E. 0,1 Millionen Fr. 98 %

Die Zuteilung erfolgt nun so, dass zuerst die Höchstanbietenden befriedigt werden. Es erhalten demnach:

Gruppe E. 0,1 Millionen Fr.
Gruppe D. 0,5 Millionen Fr.
Gruppe C. 0,4 Millionen Fr.
Zusammen 1 Million Fr.

Bei Gruppe C. findet eine Repartierung statt. Der Kurs ist nun für alle 96,9 %, auch für diejenigen, die 97 und 98 % geboten haben. Grupper A. und B. erhalten nichts. Durch dieses System kann der Emittent unter Umständen einen günstigeren Emissionskurs erreichen, als bei der Subskription mit festem Kurs. Der Zeichner hat den Vorteil, sich durch ein höheres Angebot einen gewissen Teil der zu begebenden Wertpapiere zu sichern. Das früher erwähnte Majorisieren kann auch nicht mehr so leicht vorkommen. Diese Art der Subskription kommt bei schweizerischen Anleihen nicht zur Anwendung.

*) Schmalenbach a. a. O. S. 317 ff.

2. Die Einführung an der Börse.

Wenn Obligationen auf dem Wege der Subskription emittiert werden, bedarf das Emissionshaus für das eigentliche Emissionsgeschäft der Börse nicht. Die Einführung an der Börse wird zwar für alle grösseren Anleihen nachgesucht; dieses Gesuch um Einführung geschieht aber erst nach Beendigung des Subskriptionsgeschäftes und nach erfolgter Plazierung der Obligationen. In den Prospekten, die anlässlich der Subskription versandt werden, steht gewöhnlich:

„Die Gesellschaft X wird die Kotierung der Titel der Anleihe an der Börse von Y nachsuchen und während der Dauer der Anleihe auf ihre Kosten aufrecht erhalten."

Die Börseneinführung hat hier also einen sekundären Charakter, so wichtig sie auch für den Titelinhaber im Falle einer späteren Wiederveräusserung ist.

Bei der Emission durch Einführung an der Börse steht die Emission in unmittelbarem Zusammenhang mit der Einführung. In den veröffentlichten Prospekten und Zirkularen wird bekannt gemacht, dass die zu begebenden Effekten an einem gewissen Tage zu einem bestimmten Kurse an der Börse eingeführt werden. Die Börsenbesucher, wie auch das die Börse nicht besuchende Publikum werden eingeladen, das Wertpapier am Erscheinungstage an der Börse zu kaufen oder durch einen Vermittler kaufen zu lassen. An Stelle des Zeichnungsscheines tritt der Auftragsschein, mit dem Auftrag zum Kauf an der Börse. Das Publikum, das kaufen will, wartet oft nicht bis zum Erscheinungstage, sondern gibt Order per „Erscheinen" zu kaufen. Der vom Emissionshaus genannte Kurs ist nichts Feststehendes. Vielfach wird er von den Käufern in ihren Angeboten überschritten. Viele nennen überhaupt keinen Kurs, sondern sie geben die Order „bestens", d. h. sie wollen zu jedem Kurse kaufen, wie hoch der Emissionskurs auch steigen möge.

Dieses Verfahren ist für den Emittenten oft rentabler als die Subskription. Es gehört aber dazu eine grosse Kenntnis der Marktlage und ein gutes Geschick, in einigen Fällen auch ein „larges" Gewissen, da hier oft mit verschiedenen, nicht gerade ehrlichen Mitteln der Einführungskurs auf diese oder jene Seite beeinflusst werden kann; die Emission durch Einführung an der Börse wird für die schweizerische Industrieobligation nicht angewendet. Die Börseneinführung wird aber, wie schon oben bemerkt, bei allen grössern Emissionen nach deren Beendigung nachgesucht und es ist daher am Platze, die Zulassungsvorschriften der drei grössten schweizerischen Börsen hier anzuführen.

Damit nämlich die Wertpapiere an der Börse eingeführt werden können, muss eine Zulassung nachgesucht werden. Während diese in Deutschland durch das Börsengesetz vom 22. Juni 1896, bezw. 8. Mai 1908 einheitlich geregelt ist, sind die zur Zulassung nötigen Erfordernisse bei den schweizerischen Börsen verschieden. Im folgenden möchten wir daher kurz auf die Bestimmungen der einzelnen Börsen eingehen.

Genf: Das Reglement der Société des Agents de Change vom Juli 1903, das die Zulassung ordnet, bestimmt folgendes: Zulassungsbegehren müssen dem Komitee dieser Gesellschaft eingereicht, von fünf Häusern, die demselben angehören, unterstützt werden und von je fünf Exemplaren der Emissionsprospekte, der Statuten (wenn es sich um eine A.-G. handelt) und des Jahresberichtes begleitet sein. Titel einer Anleihe unter einer Million Franken oder von Gesellschaften, deren Kapital diese Summe nicht erreicht, können nicht zugelassen werden. Eine Ausnahme wird bei Genfer Titeln gemacht.

Zürich: Massgebend für die Zulassung sind die Bestimmungen des Reglements für die Zulassung von Wertpapieren und Kotierung an der Zürcherbörse, erlassen vom Effektenbörsenverein auf Grund des § 11 des Zürcher Börsengesetzes vom 22. Dezember 1912. Staaten, Städte, Gemeinden und Aktiengesellschaften, welche die Zulassung ihrer Obligationen und Aktien zum Handel und zur Kotierung an der Zürcherbörse wünschen, haben ein bezügliches Gesuch an den Vorstand des Effektenbörsenvereins zu richten. Dasselbe muss während wenigstens vier Tagen durch Anschlag im Börsenlokal bekannt gegeben werden und von sechs Exemplaren des Emissionsprospektes und bei Aktiengesellschaften von ebensoviel Exemplaren der Statuten und Jahresberichte begleitet sein. Die Zulassung darf nur erfolgen, wenn die Gesamtsumme — Obligationen oder Aktien —, die in den Börsenverkehr gebracht werden sollen, nach ihrem Nominalwert mindestens ½ Million Franken für schweizerische oder eine Million Franken für fremde Werte beträgt. Für die Zulassung von Obligationen von Aktiengesellschaften ist ausserdem erforderlich, dass den Anleihen bis zu ½ Million Franken ein einbezahltes oder durch Verpflichtungsscheine gesichertes Aktienkapital in gleicher Höhe gegenübersteht. Uebersteigt der Anleihebetrag aber eine Million, so genügt ein Aktienkapital von einer Million. Dazu kommen noch Bestimmungen über spesenfreie Bezahlung der Zinsen, Bekanntmachung in den Zürcher Zeitungen usw. Jede Gesellschaft, welche die

Zulassung wünscht, muss öffentlich Rechnung ablegen und einen gedruckten Geschäftsbericht herausgeben.

Basel: Bedeutend ausführlicher als die beiden obigen Reglemente ist dasjenige der Basler Börse, erlassen vom Regierungsrat. Es ist dies das Reglement über die Zulassung von Wertpapieren an der Basler Börse vom 29. Dezember 1897. Es stellt nach deutschem Muster genaue Vorschriften über den Inhalt des Prospektes auf. Die Zulassung hat zur Voraussetzung eine Veröffentlichung des Prospektes, welcher die für die Beurteilung des einzuführenden Wertpapiers nötigen Angaben enthält. Er muss enthalten:

1. Den Namen des Schuldners, für dessen Werte die Zulassung beantragt werden soll.
2. Den Rechtstitel, auf welchem die Ausgabe von Wertpapieren beruht.
3. Den für den Ertrag der Emission vorgesehenen Verwendungszweck.
4. Den Nennbetrag der Emission, und zwar sowohl denjenigen Betrag, welcher in den Verkehr gebracht, als auch denjenigen, welcher vom Verkehr ausgeschlossen wird. Ferner die Zeitdauer, für welche dieser Ausschluss gelten soll.
5. Die Merkmale (Betrag, Serien, Nummern) der zu emittierenden Stücke und ob diese auf den Inhaber oder auf den Namen lauten.
6. Bestimmungen über die Kündbarkeit oder Unkündbarkeit, sowie Tilgung der Werte.
7. Die Art der Sicherstellung für Kapital-, Zins- oder Dividendenzahlungen und die Umstände, welche für die Beurteilung der Sicherstellung von Bedeutung sind.
8. Die Vorzugsrechte, welche den zu emittierenden Werten vor früher ausgegebenen Werten, oder diesen vor jenen zustehen. (Prioritätsschulden, Prioritätsaktien.)
9. Die bei Zinsen-, Dividenden- oder Kapitalzahlungen erfolgenden Abzüge oder Beschränkungen.
10. Die Plätze und Termine, an denen die Zinsen oder Dividenden und die Kapitalbeträge zahlbar sind; den Zinssatz. Die Fristen für die Verjährung des Anspruches auf Zinsen oder Dividenden und die Kapitalbeträge.

Wird die Zulassung von einer Aktiengesellschaft nachgesucht, so muss der Prospekt ausserdem noch enthalten:

1. Gegenstand des Unternehmens.
2. Tag der Eintragung ins Handelsregister.
3. Höhe des Grundkapitals und der Reserven.

4. Angaben über eine dem Vermögen erteilte Konzession, deren Dauer und die das Unternehmen besonders belastenden Konzessionsverpflichtungen.
5. Die Art der Bestellung und Zusammensetzung des Verwaltungsrates, sowie die Namen der gegenwärtigen Mitglieder.
6. Die Art, wie die von der Gesellschaft auszugebenden Bekanntmachungen erfolgen.
7. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft.
8. Bestimmungen über die Aufstellung der Bilanz, die Ansammlung von Reservefonds, die Verteilung des Gewinnes, das Stimmrecht der Aktionäre.
9. Bilanz des letzten Geschäftsjahres, nebst Gewinn- und Verlustrechnung oder — insofern das erste Geschäftsjahr der Gesellschaft noch nicht abgelaufen ist — eine Gegenüberstellung von Aktiven und Passiven.
10. Die in den letzten fünf Jahren verteilten Dividenden.
11. Die ausführlichen Angaben der zu Gunsten einzelner Aktionäre oder der Gründer der Gesellschaft bedungenen Vorteile.
12. Die Höhe der Hypothekarschulden und der aufgenommenen Anleihen, deren Fälligkeit und Tilgungswert.

Die Zulassung hat im weitern zur Voraussetzung, dass die Kotierung mindestens für fünf Jahre verlangt und aufrecht erhalten, und Garantie für die jährliche Kotierungsgebühr für diese Zeit geleistet wird. Es folgen dann ebenfalls Bestimmungen über die Art der Geltendmachung des Bezugsrechtes, Auszahlung von Zinsen oder Dividenden, Bekanntmachung usw. Anträge für die Zulassung sind dem Vorstand der Börsenkammer zuhanden der Börsenkommission schriftlich einzureichen. Sie sind zu begleiten von dem betreffenden Prospekt und, falls es sich um Aktiengesellschaften handelt, von den Statuten der Unternehmung, welche die oben angeführten Angaben über das Wesen und die Qualität des neu einzuführenden Wertpapieres in ausführlicher Weise enthalten, und für deren Richtigkeit der Antragsteller nach bestem Wissen einsteht. Der Vorstand der Börsenkammer ist verpflichtet, jeden derartigen Antrag, von einem Gutachten begleitet, an die Börsenkommission zur Beschlussfassung weiterzuleiten. Zu einer eigentlichen Begutachtung seitens des Vorstandes der Börsenkammer kommt es aber nicht. Er prüft die eingereichten Begleitpapiere lediglich auf ihre formale Richtigkeit, und findet er nichts einzuwenden, so leitet er sie an die Börsenkommission weiter, mit dem einfachen Antrag, das Kotierungsgesuch zu genehmigen. Wir haben hier eine Doppelspurig-

keit, indem sowohl der Vorstand der Börsenkammer, wie auch die Börsenkommission sich mit dem Zulassungsgesuch zu beschäftigen haben. Nach Lüscher*) hat dies zur Folge, dass in vielen Fällen die einzuführenden Titel in Basel und Zürich nicht am gleichen Tage kotiert werden können. Ist die Zulassung genehmigt, so ist der Tag zu bestimmen, von welchem an die Einführung der neuen Wertpapiere an der Börse erfolgen darf. Sie darf aber frühestens am dritten Tag nach dem Zulassungsbeschluss, der durch Ankündigung und dreitägigen Anschlag an der Börse zu veröffentlichen ist, und nach dem Tage, an welchem der Prospekt veröffentlicht worden ist, geschehen.

Wie wir sehen, sind die Bedingungen für die Zulassung und Einführung der Wertpapiere an den schweizerischen Börsen ganz verschieden. Am strengsten ist das Kotierungsreglement der Baslerbörse. Schon oft ist bei uns die Frage aufgeworfen worden, ob wir, ähnlich wie in Deutschland, der Einführung an der Börse eine einheitliche und feste Form geben sollen, um damit einen erhöhten Schutz des kaufenden Publikums zu erreichen. Als Vorbild hätte das deutsche Börsengesetz dienen können. Bis heute sind positive Resultate dieser Bemühungen nicht zu verzeichnen. Einen erwähnenswerten Antrag hat Dr. A. Meyer in der Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft **) gemacht. Er plädiert für die Einführung eines einheitlichen Prospektzwanges und einer amtlichen Zulassungsstelle, ferner für die Haftung der Banken, welche die Zulassung beantragen. Die gleiche Zeitschrift hat dann verschiedene Präsidenten und Direktoren schweizerischer Banken, sowie einige Privatbankiers zur Meinungsäusserung über die Vorschläge Meyers eingeladen.***) Die Antworten lauteten meistens skeptisch, wenn auch von verschiedenen Seiten eine gewisse einheitliche Regelung des Emissionswesens verlangt wurde. Sehr richtig bemerkten einige Votanten, dass die Börse auf dem Gebiete des Emissionswesens immer mehr an Bedeutung gegenüber den Banken verliere. Die Banken können umso eher eine Emission ohne die Börse vornehmen, je grösser ihr Netz ist. Durch die früher erwähnten Zusammenschlüsse und durch das ausgedehnte Filialnetz einiger Grossbanken gelangen sie ohne weiteres selbst an die Kapitalgeber heran, und sie sind in der Lage, einer Kapitalnachfrage ein ebenso grosses Kapitalangebot gegenüber zu stellen. Aehnlich schreibt auch Landmann

*) Lüscher a. a. O. S. 150 ff.
**) Die Neuordnung des Effektenbörsenwesens und Emissionswesens. Zeitschrift für Statistik und Volkswirtschaft, Jahrg. 1916, Heft 2, S. 109 ff.
***) Zeitschrift für Statistik und Volkswirtschaft, Jahrg. 1916, Heft 3, S. 330 ff.

in seinem Gutachten über die bundesrechtliche Einführung der Stempelabgaben: „Das Zentrum der Effektenabsatzorganisation, einst in der Börse gelegen, liegt heute in dem Effektenbureau der Grossbanken. Die Banken sind heute in der Lage, ohne Vermittlung der Börse die Beziehung zwischen dem Anlagekapital und dem Kapitalbedarf, der durch Ausgabe neuer Effekten gedeckt werden soll, herbeizuführen.“ *) Damit hat aber die Börse ihre grosse Bedeutung gleichwohl nicht verloren. Ihre Wichtigkeit liegt darin, dass sie den Ort abgibt für den regelmässigen Austausch der bereits emittierten Papiere. Durch die Oeffentlichkeit der Kursbildung und die amtliche Kursnotierung gibt sie den Parteien ein Gefühl der Verkehrssicherheit. Wenn daher bei Emissionen die Vermittlung der Börse nicht in Anspruch genommen wird, so hat die Börse dennoch eine grosse Bedeutung für die spätere Kotierung der bereits emittierten Effekten.

3. Der Schalterverkauf.

(Plazierung durch kontinuierlichen Verkauf.)

Während die beiden obigen Emissionsarten, Subskription und Einführung an der Börse, auf eine bestimmte Zeitdauer begrenzt sind, haben wir es hier mit einer zeitlich nicht befristeten Emission zu tun. Diese wird gewählt, wenn der Anleihebetrag nicht gross genug ist, um den oft erheblichen Apparat, den eine Subskription bedingt, in Bewegung zu setzen. Sie ist ebenfalls vorteilhafter, wenn das benötigte Kapital nicht auf einmal hereingebracht werden muss, sondern der Bedarf nach und nach befriedigt werden kann. Oft auch wird eine Emission, die mit einer Subskription begonnen hat, durch den Schalterverkauf zu Ende geführt. Dies ist regelmässig dann der Fall, wenn die Bank den vom Publikum nicht gezeichneten Betrag übernehmen muss. Aehnlich kann auch eine Emission mittelst Einführung an der Börse durch einen Schalterverkauf zu Ende geführt werden. Wenn nämlich die Einführungsdauer vorüber ist und nicht alle Effekten abgesetzt werden konnten, so werden die übrig bleibenden Stücke durch Verkauf am Schalter ins Publikum gebracht. Die Bekanntmachung erfolgt beim Schalterverkauf durch Zirkulare, Monatsberichte, mündliche Empfehlung im Schaltergeschäft, durch das Mittel der Presse (sei es im Inseratenteil oder durch Besprechung im textli-

*) Neue Zürcher Zeitung, 24. und 25. August 1916. Artikel: „Die Frage der Börsenzulassungssteuer“.

chen Teil). Eine besondere Rolle spielen die von den Emittenten gegründeten sogen. „Finanzblätter", die offen oder versteckt das Publikum zum Kauf der Werte anspornen.*) Ist das zu verkaufende Papier schon an der Börse kotiert, so ist der ungefähre Tageskurs massgebend für die Höhe des Angebotes. Ist aber kein Börsenkurs vorhanden, was meistens der Fall sein wird, so wird der Angebotskurs entweder von der die Plazierung leitenden Bank oder unmittelbar von dem an der Plazierung interessierten Ausgeber der Wertpapiere allen an der Plazierung mitwirkenden Banken von Zeit zu Zeit mitgeteilt. Auch wenn das Papier an der Börse eingeführt ist, so werden die den Banken zugehenden Aufträge nicht dort ausgeführt. Diese liefern entweder aus eigenen Beständen oder wenden sich direkt an den Aussteller oder an die Bank, welche die Plazierung leitet.

Vielfach unterscheidet man zwischen einer freihändigen Begebung und einer „Emission unter der Hand". Diese letztere ist aber nicht eine andere Art der Emission; der Unterschied liegt nur in einer mehr oder weniger grossen Oeffentlichkeit. Während bei der freihändigen Plazierung Prospekte, Zirkulare, Veröffentlichungen in der Presse usw. erlassen werden, ist bei der Emission unter der Hand die Mitteilung seitens der Bank an einige ihr bekannte Kapitalisten die gewöhnliche Form der Empfehlung. Die Emission durch Schalterverkauf hat den Vorteil, dass sie mit bedeutend kleinern Kosten durchgeführt werden kann als die Subskription, und dass bei ihr ein Misserfolg weniger eklatant zu Tage tritt, als bei den andern Emissionsarten. Bei der Emission der Kassaobligation wird ausschliesslich diese Art angewendet.

Konnte sich vor dem Kriege das Emissionsgeschäft in der Schweiz in Bezug auf die fiskalische Belastung hemmungslos vollziehen, so erfuhr es durch das Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 4. Oktober 1917 eine Besteuerung. Abgabepflichtig werden alle inländischen Obligationen und Aktien, sowie ausländische Wertpapiere, die auf dem Wege der Emission oder der Einführung an einer inländischen Börse in Verkehr gesetzt werden. Die Abgabe beträgt für Obligationen 1 % (Art. 12 des Stempelgesetzes) und für Aktien 1½ % (Art. 23) des Nominalbetrages der emittierten Effekten.

*) Laepple a. a. O. S. 227.

3. Die Ausstattung und die Sicherstellung der Industrie-Obligationen.

Für die Ausstattung der Anleihe sind von Bedeutung:

1. Die finanzielle Lage der Unternehmung.
2. Ihre voraussichtliche Entwicklung.
3. Die Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt.

Es ist daher klar, dass je nach der Art der Unternehmung, deren Entwicklungsfähigkeit, dem Zeitpunkt der Emission usw. grosse Differenzen sowohl in Bezug auf den Zinsfuss, wie auch den Begebungskurs, der Sicherstellung usw. der Anleihe vorkommen. Wir werden daher nacheinander die verschiedenen Faktoren, die zur Ausstattung der Anleihe notwendig sind, näher untersuchen.

a) Der Zinsfuss.

Die Verzinsung einer Obligation ist vor allem bedingt durch die Verhältnisse am Kapitalmarkt, sowie durch die für die Anleihe geleistete Sicherheit. Die Tabelle auf Seite 61 gibt uns Aufschluss über den Durchschnitt des von den verschiedenen Anleihenehmern bezahlten Zinsfusses. Wir ersehen daraus, dass der Zinsfuss der Industrie-Obligationen regelmässig höher ist als derjenige der Obligationen des Staates, der Städte, Gemeinden, Privatbahnen und auch der Banken. Im Jahre 1913 (Krisenjahr) war er sogar 1 % höher als derjenige, der für die Obligationen der Eidgenossenschaft gewährt werden musste. Der von der Industrie bezahlte höhere Zinsfuss stellt eine Prämie für das Risiko dar, welches der Inhaber industrieller Obligationen läuft. Der Staat wie auch die Städte und Gemeinden bieten eine grössere Garantie für die Bezahlung der jährlichen Zinse und für die Rückzahlung der Anleihe, da sie hinter sich die Steuerkraft des Volkes haben. Zugleich sind sie nicht den gleichen Konjunkturen unterworfen wie die Industrie. Der Bestand des Staates ist ein andauernder, während die Lebensdauer der Industrieunternehmungen eine zeitlich beschränkte ist. Es ist daher begreiflich, dass der Inhaber solcher Industrie-Obligationen für das laufende Risiko eine Prämie wünscht. Von noch grösserer Bedeutung als die oben angeführten Gründe ist

Untersuchung über den Nominalzinsfuss der in den Jahren 1910—1927 emittierten Anleihen, in %*)

Jahrgang	1910	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927
Eidgenossenschaft	—	—	—	4	5	4,5	4,5	4,5	5	5	6	6	4,75	4,83	5,25	5	4,5	4,5
S. B. B. . . .	3,5	4	4	—	4	—	—	4,5	5	5	5,5	6	4,5	4	5	4,833	—	4,5
Kantone . . .	4	4,062	4,159	4,396	4,679	4,818	4,75	4,75	4,955	5,071	5,647	5,636	4,78	4,65	5,25	5,143	4,85	4,75
Gemeinden . .	4,009	4,109	4,375	4,516	4,5	4,992	4,938	4,964	4,979	5,156	5,913	5,913	4,652	5,184	5,11	5,205	4,956	4,875
Banken . . .	4,068	4,409	4,481	4,618	4,667	4,917	5	5	5	5,25	5,7	5,917	5	4,625	5,43	5,15	5,125	5
Bahnen, exklusive S. B. B. . .	4,375	4,472	4,568	4,562	4,846	5	5	5	5,35	5	6	6,25	6	5	5,5	5,25	5	5,25
Industrie . .	4,471	4,583	4,636	5,001	4,967	5,072	5,065	5,316	5,419	5,809	6,515	6,67	5,637	5,107	6,1	5,889	5,339	5,412

*) Die Statistik von 1910—1921 wurde Laepple: „Das schweizerische Emissionsgeschäft" entnommen. Von 1921—1927 wurde als Quelle das schweizerische Finanzjahrbuch benützt.

oft die Negoziabilität des Papieres. Nicht immer gibt die Staatsobligation die grössere Sicherheit als die Obligationen industrieller Unternehmungen. Es kann sehr wohl Zeiten geben, in welchen der Geldgeber ein grösseres Vertrauen in die Industrieobligationen setzt, als in die Staatsobligationen. Letztere haben dann aber einen andern Vorteil gegenüber den Industrieobligationen, nämlich denjenigen der Negoziabilität. Die Obligationen des Staates sind ausserordentlich negoziabel infolge der grossen Publizität. Ueberall sind seine Papiere bekannt, und überall werden sie gehandelt. Der Inhaber muss nicht an einer Unzahl von Stellen vorsprechen, bis ihm die Möglichkeit gegeben wird, den Wert des Papieres zu realisieren. Die Obligationen der Privatunternehmungen aber sind oft nur in lokalen, der Börse oder Bank nahestehenden Kreisen bekannt. Auf jeden Fall ist der Kreis dieser Papiere ein beschränkterer. Wir können daher wohl behaupten: Je grösser die Publizität und damit die Negoziabilität, umso eher ein niedrigerer Zinsfuss und umgekehrt, je kleiner die Publizität, umso höhere Zinssätze müssen angeboten werden, damit die Emission von Erfolg begleitet ist. Auf die Höhe des Zinsfusses mag ferner auch die Grösse des Anleihebetrages einen Einfluss haben.

Die untere Grenze für die Verzinsung der Obligation wird gebildet durch den Zinsfuss, so wie er zur Zeit der Anleihebegebung auf dem langfristigen Kapitalmarkt vorhanden ist, es sei denn, man kompensiere auf andere Weise (Begebung zu einem Kurs unter pari, Rückzahlung über pari). Diese untere Grenze können die öffentlichen Papiere innehalten, während dies bei den privaten nicht der Fall ist. Zu diesem auf dem langfristigen Kapitalmarkt vorhandenen Zinsfuss, muss die Industrie noch eine, auf Seite 60 schon erwähnte Risikoprämie, die für jede industrielle Tätigkeit verlangt wird, beifügen. Wir nennen dies die allgemeine Risikoprämie. Zudem muss der einzelne Unternehmer noch eine spezielle Risikoprämie, die von Industriezweig zu Industriezweig und je nach der einzelnen Unternehmung grösser oder kleiner sein wird, gewähren. Auch die allgemeine Risikoprämie ist keine feste Grösse, sie ändert sich je nach der Konjunktur. In Zeiten flüssiger Geldmittel erhält der industrielle Anleiheemittent das Kapital zu einer relativ kleinen Prämie zur Verfügung gestellt, während sie in Krisenzeiten stark ansteigen kann. So sehen wir denn auch anhand der Aufstellung auf Seite 61, dass die Differenz zwischen dem Zinsfuss der Eidgenossenschaft und der Industrie in Krisenzeiten (1913, 1921/22) stark ansteigt. Was die Risikoprämie der verschiedenen Industriezweige anbetrifft, lässt sich folgendes konstatieren (Tabelle S. 63):

Untersuchung über die Höhe des Nominalzinsfusses bei den Anleihe-Emissionen verschiedener Industrien

Jahrgang	1910	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927
Elektrizit.-Industr.	4,25	4,375	4,25	4,917	—	5	5	5,1	5,25	5,666	6,166	6,571	5,1	4,833	6	5,666	5,125	5
Hotel-Industrie .	4,5	4,714	4,625	5,357	4,958	5,667	—	5,5	5,25	5,75	—	—	—	—	6,5	6	6	6
Lebens- u. Genussmittel-Industrie	4,393	4,45	4,75	4,7	4,969	5	5,333	5,222	5,25	6	6,25	6,5	—	5,4	6	5,833	5,5	5
Maschinen- u. Metall-Industrie .	4,5	4,625	4,6	4,833	5	5	5	5	5,438	6,2	6,313	7	5,5	5,5	—	6	—	5
Chemie, Elektrochemie, Färberei . .	4,75	4,75	4,5	—	—	5	—	5	5	5,667	6,375	7	5,5	—	—	5,666	—	5
Textil-Industrie .	4,5	4,5	—	5	4,875	5	5	5,333	5	5,5	6	6	6	5	6	6	5,75	—
Leder-Industrie .	4,5	—	4,5	5	—	5	—	—	5,5	5,5	—	—	—	—	—	—	—	5,625
Holzstoff- u. Papier-Industrie	—	—	—	—	5	5	5	5	5	6	6,5	7	5,5	5	—	—	5	—
Gas- und Wasserwerke . .	4,375	4,5	5	5	—	—	5	5	—	—	—	6,75	5	4,5	—	5,5	5	—
Bau-Industrie .	—	4,833	5	5,2	5	5	—	6	5,5	6	—	7	6,5	5,25	—	5,5	—	—
Diverse Industrien	—	4,5	4,5	—	—	—	—	6	7	—	8	6	6	5,375	6	5,833	5	6,167

Innerhalb der schweizerischen Industrie bekommt die Elektrizitätsindustrie die billigsten Obligationengelder. Dies hat seinen Grund darin, dass diese Papiere in hohem Grade die Vorteile der Staatspapiere aufweisen. Infolge der Stabilität des Ertrages bieten die Unternehmungen dieser Industrie genügende Garantie für pünktliche Zinszahlung und Kapitalrückzahlung. Die Publizität ist eine sehr grosse, und die Anleihebeträge stellen hohe Summen dar. Durch Stromlieferungsverträge haben sich die Elektrizitätswerke auf Jahrzehnte hinaus einen sicheren, gleichbleibenden Abnehmerkreis gesichert, sodass sie auch den Konjunkturschwankungen in weit geringerem Masse unterworfen sind als die anderen Industriezweige. Dazu kommt, dass bei vielen Elektrizitätswerken die Kantone stark beteiligt sind, was das Vertrauen zu ihren Obligationen bedeutend hebt. Nach der Elektrizitätsindustrie folgen die Lebens- und Genussmittel- und die Hotelindustrie mit relativ billigen Obligationengeldern. Letztere muss aber infolge der durch den Krieg erlittenen Einbussen seit einigen Jahren die höchsten Zinse anbieten, um ihre Obligationen absetzen zu können.

Wenn wir uns fragen, welches die obere Grenze der Obligationenverzinsung darstelle, so können wir sagen, dass für die Verzinsung der Industrieobligation nach oben keine feste Grenze besteht. Nach Somary*) kann der Zins der Industrieobligation nicht über die Aktienrentabilität **) hinausgehen, weil sonst der Unternehmer die Begebung von Aktien gegenüber jener von Obligationen, die zu allen Zeiten verzinst werden müssen, vorziehen würde. Abgesehen von wenigen Ausnahmen, wird diese Ansicht zutreffen. Eine andere Grenze gibt uns Seeling. ***) Er schreibt: „Nachdem die Kosten des Obligationenkredites niedriger sind, als diejenigen des Kontokorrentkredites, so darf mit guten Gründen angenommen werden, dass die Kosten dieses allgemein teureren Kredites eine obere Grenze für die Verzinsung der Obligationen bilden.“ Dazu ist zu sagen, dass in der Tat eine Unternehmung von zwei Krediten den billigeren wählen wird. Diese obere Grenze mag wohl stimmen, aber sie tritt praktisch nicht in Konkurrenz mit derjenigen von Somary. Von einem bestimmten Zeitpunkt an ist nämlich einer kreditbedürftigen industriellen Unternehmung dieser Kontokorrentkredit nicht mehr zugänglich. Eine Bank wird sich hüten, Summen, wie sie durch die Ausgabe von Obligationen beschafft zu werden pflegen, ei-

*) Somary a. a. O. S. 214 ff.

**) Er versteht unter Aktienrentabilität das Verhältnis des Kurses der Aktien zu der zuletzt bezahlten Dividende.

***) Seeling a. a. O. S. 137 ff.

ner einzigen Unternehmung auf lange Frist zur Verfügung zu stellen. Es wäre dies ein krasser Verstoss gegen das Prinzip der Risikoverteilung. Aber sowohl Somary, wie auch Seeling, sprechen bei der Festsetzung dieser obern Grenze vom Standpunkt des Unternehmers aus. Bei der Festsetzung dieser Grenze ist aber auch der Kapitalgeber zu berücksichtigen. Für die Mindestforderung des Besitzers von verfügbarem Kapital kommen verschiedene Momente in Betracht, die wir hier nicht näher untersuchen möchten. Es ist aber festzustellen, dass dieser, zu gleichen Bedingungen, sein Sparkapital lieber dem Geldmarkt in Form von Bankguthaben zuwenden wird, statt es in langfristigen Industrieobligationen anzulegen. Das wirkliche Maximum des Obligationenzinsfusses wird u. E. da sein, wo sich die beiden Interessen, dasjenige des Anleiheschuldners und das andere des Anlagesuchenden, berühren.

In engem Zusammenhang mit der Höhe des Zinsfusses steht die Sicherstellung. Es wird einer Unternehmung oft möglich sein, durch Gewährung einer besondern Sicherheit die obere Grenze der Verzinsung stark in die Tiefe zu drükken. Umgekehrt kann ein Zinsfuss oft hoch gewählt werden, um damit eine dem Papier mangelnde Sicherheit zu verdecken.

b) Der Begebungskurs.

Der Zinsfuss, der bei einer Emission auf dem Kapitalmarkt herrscht, ist nicht eine gerade Zahl, sondern ein Bruch. Nehmen wir an, der Durchschnittszinsfuss auf dem Kapitalmarkt betrage $4\,{}^{3}/_{16}\,\%$. Es ist klar, dass eine Anleihe nicht zu einem solchen Zinsfuss begeben werden kann. Dies würde eine komplizierte Abrechnung verursachen und vielen Obligationeninhabern unangenehm sein. Jeder Emittent wird daher diesen Zinssatz auf- oder abrunden. Diese Auf- oder Abrundung nennen wir die Fraktionierung (fractionnement). Sie geschieht, wie schon bemerkt, aus Gründen der Bequemlichkeit und Einfachheit, ist aber bei Staats- und Privatobligationen, unter letztern hauptsächlich den Industrie-Obligationen, eine verschiedene. Während bei Staatsobligationen meistens auf $^{1}/_{4}\,\%$ auf- oder abgerundet wird, treffen wir bei Industrieobligationen in der Regel einen Bruch von $^{1}/_{2}\,\%$ an. Mit dieser Fraktionierung in unmittelbarem Zusammenhang steht die Festsetzung des Begebungskurses. Wird der Zinsfuss der Obligation den Verhältnissen entsprechend zu hoch angesetzt, so wird dies durch einen hohen Begebungskurs zu korrigieren gesucht. Wird aber der Zinsfuss zu niedrig gewählt und zweifelt man an der Geneigtheit des Publikums, das Papier zu

akzeptieren, so begibt man die Anleihe zu einem Begebungskurs unter pari. Durch die Emission unter pari schafft man einen zusätzlichen Anreiz, welcher der gewährten Risikoprämie gleichgestellt werden kann. Folgende Aufstellung zeigt uns die Emissionskurse der an den Börsen von Zürich, Basel und Genf kotierten Industrie-Obligationen:

Kurs	96	96½	97	97½	98	98½	99	99½	100	100½	101
Zinsfuss:											
4% . .							1		1	1	
4¼% . .								1	2	1	
4½% . .							1	1	16		1
5% . .	1	1	1	3	9	3	8	2	22		
5½% . .				1	1		5		5		
6% . .			1	1	1		3		27		
6½% . .						1					
7% . .									6		
Total	1	1	2	5	11	4	18	4	79	2	1

Wir können konstatieren, dass mehr als ⅔ der an den drei Börsen kotierten Industrie-Obligationen zu einem Kurse von 100 Prozent begeben worden sind. Die Emission über pari ist eine Seltenheit. Von den kotierten industriellen Anleihen wurden nur drei über dem Kurs von 100 Prozent begeben. Die aufgestellte Statistik scheint dem oben gesagten, dass nämlich niedere Emissionskurse als Ausgleich für die geringe Verzinsung dienen, zu widersprechen, indem gerade die niedrig verzinslichen Obligationen zu einem hohen Kurs begeben wurden, während viele 6 % Obligationen unter pari emittiert wurden. Hier ist aber zu bemerken, dass die niedrig verzinslichen Anleihen vor dem Kriege, bei einem guten Kapitalmarkt und meistens von bekannten Unternehmungen, deren Papiere beliebt sind, aufgenommen wurden. Es lässt sich auch hier nichts verallgemeinern. Während die Obligationen bekannter und gut rentierender Unternehmungen zu 4½ und 5 % noch über pari Käufer finden, müssen weniger beliebte und weniger sichere Papiere unter Umständen auch bei einer Verzinsung von 6 und 7 % noch unter pari emittiert werden. Ein etwas anderes Bild gibt die Untersuchung der Emissionskurse der während den Jahren 1923 bis 1928*) emittierten Obligationen.

*) Erstes Semester 1928.

Kurs	95	96	97	97½	98	98½	99	99½	99¾	100	100½
Zinsfuss:											
4½% . .							1	1		1	
5% . .		1	2	1	2	3	5	3		19	1
5¼% . .										1	
5½% . .					1		2		1	11	
6% . .	1		1	1	1		3	1		31	
6¼% . .										2	
6½% . .										2	
7% . .										1	
Total	1	1	3	2	4	3	11	5	1	68	1

Es ist gegenüber der Aufstellung auf Seite 66 folgendes zu konstatieren:

Emissionen unter 5 % sind ganz selten geworden, und für die Mehrzahl dieser Anleihen musste ein Emissionskurs von unter 100 % angewendet werden. Wir haben nur eine einzige Anleihe, die über pari begeben werden konnte. Es ist diejenige der Genossenschaft der Basler Mustermesse, was der Staatsgarantie des Kantons Basel-Stadt zuzuschreiben ist. Der Emissionskurs von 100 % ist der überwiegende, indem 68 % aller emittierten Anleihen zu demselben begeben wurden. Der Zinsfuss von 5 % beginnt seltener zu werden; an seine Stelle tritt derjenige von 6 %. Während nur 19 % aller Anleihen zu 5 % verzinslich sind, wird für 31 % der Anleihen ein Zins von 6 % bezahlt. Statt oder neben einem niedrigern Emissionskurs wird in Deutschland häufig die Obligation mit einem Aufgeld zurückbezahlt (102, 103 %, selten mehr). Bei Verfall und Rückzahlung der Obligation erhält der Inhaber nicht nur den Nominalwert, sondern darüber hinaus noch dieses Aufgeld von 2 bis 3 %. Auch bei uns kommt ein solches Aufgeld vor; es bildet aber die Ausnahme.

c) Laufzeit, Kündigung, Rückzahlung und Stückelung der Industrie-Obligation.

Im Gegensatz zur Aktie muss die Obligation nach gewisser Zeit zurückbezahlt werden. Die Frist von der Ausgabe der Obligation bis zur Rückzahlung an die Gläubiger nennen wir die Laufzeit. Sie wird bestimmt:

1. Durch die voraussichtliche Bewegung des Zinsfusses.

Wenn der Anleihenehmer eine Erhöhung des Zinsfusses erwartet, wird er eine lange Laufzeit für die auszugebenden Obligationen anstreben, um so die Gelder zum gegenwärtigen, für ihn günstigen Zinssatz, auf lange Frist zu binden. Erwartet er aber einen baldigen Rückgang des Zinsfusses und kann er aus gewissen Gründen diesen Zeitpunkt nicht abwarten, so wird die festgesetzte Laufzeit der Obligationen eine kurze sein.

2. Durch den Verwendungszweck der Obligationengelder.

Die durch eine Anleihe erlangten Gelder können, wie wir schon auf Seite 22 gezeigt haben, für verschiedene Zwecke verwendet werden. Dienen sie lediglich der Erhöhung von Betriebsmitteln, so können sie für die Rückzahlung leicht wieder flüssig gemacht werden. Die Laufzeit der Obligationen wird hier meistens eine kurze sein. Werden die Anleihegelder aber für Anlagezwecke verwendet, so sind sie für eine gewisse, mehr oder weniger lange Frist in diesen Anlagen festgebunden. Die Rückzahlung der Anleihe wird hier erst dann erfolgen können, wenn die jährlich zurückgestellten Gewinne ungefähr der Höhe der zurückzubezahlenden Obligationengelder entsprechen. Die Laufzeit wird daher eine längere sein.

3. Durch die zeitliche Dauer der Unternehmung.

Die industrielle Unternehmung kann durch Konzessionen oder durch die Art ihrer Tätigkeit (Ausbeutung von Kiesgruben, Sandsteinbrüchen usw.) zeitlich beschränkt sein. Hier wird daher die Laufzeit der Obligation eine kurze, der Dauer der Unternehmung angemessene, sein.

Als weitern Gesichtspunkt für die Festsetzung der Laufzeit nennt Calmès*) die voraussichtliche Valutaentwicklung. Er schreibt: „En supposant que le change de cette monnaie (la monnaie dépréciée) regagne à l'avenir la parité de l'or, celui qui emprunte à longue durée risque d'avoir à rembourser en bonne monnaie, ce qu'il a reçu en monnaie dépréciée". Setzt man kurze Laufzeiten fest, so wird dieses Risiko stark beseitigt. In Deutschland trat nach dem Kriege der umgekehrte Fall ein. Diejenigen Schuldner, welche Obligationen mit kurzen Laufzeiten ausgegeben hatten, konnten das vor dem Kriege erhaltene gute Geld mit entwertetem zurückzahlen. **) Dieser

*) Calmès a. a. O. S. 147.

**) Siehe dazu: Bauchwitz Kurt, „Ueber die sogenannte Aufwertung von Industrie-Obligationen", Diss. Halle 1924. Maus Jos., „Anleiheformen unter dem Einfluss der Geldentwertung", Diss. Köln 1925. Winnewisser Georg, „Die Aufwertung der Industrie-Obligation", Karlsruhe 1927.

von Calmès erwähnte Gesichtspunkt tritt selbstverständlich nur in Krisenzeiten in Frage und spielte bei uns keine Rolle.

In Anbetracht der zahlreichen Gründe, die für die Festsetzung der Laufzeit der Industrie-Obligationen bestimmend sind, stossen wir in der Praxis auf eine ausserordentliche Verschiedenheit der Laufzeiten. Soweit das dürftige statistische Material es erlaubt, werden wir die Laufzeiten der in den letzten Jahren emittierten Industrieobligationen näher untersuchen. (Siehe Tabellen Seite 70 und 71.) Aus diesen Aufstellungen lässt sich folgendes konstatieren: Die Laufzeit der Industrie-Obligation hat sich nach dem Kriege stark verkürzt. Während vor dem Kriege ausser der 10- und 15-jährigen Laufzeit auch 20- und 30-jährige Fristen sehr gebräuchlich waren, ist nach dem Kriege bei den weitaus meisten Obligationen die 10- und 15-jährige Laufzeit festgesetzt worden. (Siehe Tabellen I und II.) Es entspringt diese Verkürzung der Laufzeiten den veränderten Verhältnissen des Kapitalmarktes. In der Nachkriegszeit hat der Geldgeber vorgezogen, seine Kapitalien der Industrie nur auf kurze Frist zur Verfügung zu stellen. Zudem befanden und befinden sich verschiedene Industrien noch in Krisenjahren. Es ist daher verständlich, dass ihnen nicht Gelder auf langen Termin hingegeben werden. Wir können aber ferner konstatieren, dass je nach Verwendungszweck der Obligationengelder die Laufzeit der ausgegebenen Obligationen eine verschiedene ist. (Siehe Tabelle III.) Werden die durch eine Anleihe erlangten Gelder für die Erhöhung der Betriebsmittel verwendet, so sind im allgemeinen kurze Laufzeiten festgesetzt worden. Umgekehrt, werden die Gelder für den Erwerb von festen Anlagen gebraucht, so ist in den meisten Fällen der Rückzahlungstermin bedeutend später. Es ist allerdings darauf hinzuweisen, dass der Praktiker sehr oft Anlagekredit mit Betriebskredit verwechselt, was uns denn auch erklärt, warum in Tabelle III auch bei Anleihen, deren Gelder für die Erhöhung der Betriebsmittel bestimmt waren, lange Laufzeiten festgesetzt worden sind. Immerhin ersehen wir aus der Aufstellung deutlich, dass bei Anlagekrediten die Laufzeit der Obligationen nicht unter 10 Jahre fällt, während bei Betriebskrediten Laufzeiten bis zu drei Jahren vorkommen. Aber auch die Art der die Anleihe aufnehmenden Unternehmung hat einen Einfluss auf die Länge der Laufzeit. (Siehe Tabelle IV.) Von den angeführten Industriezweigen geben die Gas- und Elektrizitäts-Industrie, sowie die Maschinen- und Metallindustrie Obligationen mit verhältnismässig langen Laufzeiten aus. Es mag hier der Umstand massgebend sein, dass die Betriebe dieser beiden Industrien, im Gegensatz zu andern, im allgemeinen auf lange Zeiten eingestellt sind.

Tabelle I

Emissionen von 1919—1928

Zahl der Emissionen	Laufzeit in Jahren															
	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	14	15	17	20	25	43
143	2	1	12	9	2	4	60	15	12	1	1	18	1	3	1	1

Tabelle II

Emissionen von 1904—1913

Zahl der Emissionen	Laufzeit in Jahren																					
	4	5	6	8	9	10	11	12	13	14	15	17	18	20	21	23	25	30	32	35	37	55	65
196	1	7	4	8	1	47	7	7	3	7	28	2	3	32	4	1	12	13	1	3	3	1	1

Tabelle III

Laufzeit der Obligationen unter dem Gesichtspunkt des Verwendungszweckes der Obligationengelder (Emissionen von 1919—1928)

Verwendungszweck	Untersuchte Anleihen	Laufzeit in Jahren															
		3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	14	15	17	20	25	43
Erhöhung der Betriebsmittel	49	2	2	4	3	2	3	20	4	2			3	1	2	1	
Feste Anlagen . . .	20							10		2	1	1	3		2		1

Interessant ist der Einfluss der Laufzeit auf Rendite und Kurs der Obligation. Wir stützen uns in folgendem auf eine Arbeit von A. Stampfli. *) Er stellt vorerst fest, dass Obligationen, die unter dem Nennwert erhältlich sind, eine Rendite abwerfen, die über den im Titel selbst vermerkten Nominalzinsfuss hinausgeht. Der Kursgewinn, der bei der Rückzahlung zum Nennwert entsteht, kann als Zuschlag zum Zinsertrag angesehen werden. Je grösser das Disagio, umso mehr trägt der infolge der Rückzahlung zum Nennwert entstehende Kursgewinn zur Steigerung des Zinsertrages bei; je später eine Obligation zur Rückzahlung gelangt, desto weniger erhöht sich unter sonst gleichen Umständen deren Rendite infolge

*) Stampfli a. a. O.

Tabelle IV

Laufzeit der Obligationen, unterschieden nach der Art der Anleiheschuldner

Emissionen von 1919—1928

Industriezweig	Zahl der Emissionen	Laufzeit in Jahren															
		3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	14	15	17	20	25	43
Gas- und Elektrizitätsindustrie	37						1	15	3	4	1	1	10		2		
Nahrungs- und Genussmittelindustrie . . .	23	1		4	2	1		9	4	1			1				
Textilindustrie	17			4		1		7	2	1			2				
Hotelindustrie	7				2			3	2								
Chemische Industrie	7			3	1			3									
Maschinen- und Metallindustrie	25				2		2	11	1	4			3	1	1		
Möbel- und Bekleidungsindustrie	7				2		1	2	1	1							
Andere Industrien	20	1	1	1				10	2	1			2			1	1
Total	143	2	1	12	9	2	4	60	15	12	1	1	18	1	3	1	1

des Kursgewinnes. Wird umgekehrt eine zum Nennwert zur Rückzahlung gelangende Obligation zu einem den Nominalwert übersteigenden Kurs erworben, so bedeutet das bezahlte Agio gleichsam eine Ausgabe à fonds perdu. Die Rendite erfährt in diesem Falle eine Schmälerung dadurch, dass vom jährlichen Zinsertrag jeweilen ein Teil des bezahlten Agios in Abzug gebracht werden muss. Je kürzer die Laufzeit, desto stärker wird unter sonst gleichen Voraussetzungen die Rendite reduziert; je kleiner das Agio, desto geringer sein Einfluss auf die Rendite. In der Praxis wird die Rendite meist folgendermassen berechnet:

Bei einer zu 4 % verzinslichen Obligation zum Kurse von 90 % ergibt sich, um hier den Ausdruck Stampfli's zu gebrauchen, ein direkter Ertrag des investierten Kapitals von 4,44 %. Gelangt die Obligation nach acht Jahren zum Nennwert zur Rückzahlung, so erhöht sich dieser noch um das durch die Anzahl der Jahre dividierte Disagio, in vorliegendem Beispiel um 1,25 %, und stellt sich damit auf 5,69 %. Es ist dies nach Stampfli die Rendite der Obligation. Wird die Rendite auf diese Art und Weise berechnet, so ist dabei nicht berücksichtigt, dass die Kursdifferenz von 10 % erst bei Fälligkeit der Obligation realisiert werden kann. Eine erst nach acht Jahren fällige Kursdifferenz von 10 % unter Berücksichtigung der Zinseszinsen ist aber nicht gleichwertig mit einem jährlichen Betrag von 1,25 %. Anhand von einigen Beispielen zeigt uns Stampfli den Unterschied zwischen dieser von den Praktikern üblichen Berechnung der Rendite, und der mathematisch richtigen Berechnung. In diesem Zusammenhang interessiert uns dies weniger. Beizufügen ist aber, dass wir es in folgenden, von Stampfli übernommenen Beispielen, mit einer mathematisch richtig errechneten Rendite zu tun haben.

Die Darstellung auf Seite 73 zeigt uns den Einfluss der Laufzeit der Obligation auf die Rendite. Für alle darin aufgestellten Beispiele ist dabei jeweilen ein Kurs gewählt worden, der zum angegebenen Nominalzinsfuss einen direkten Ertrag von 5 Prozent ergibt.

Aus diesem Zahlenbeispiel geht hervor, wie sehr die renditesteigernde Bedeutung des Disagios mit der Kürze der Laufzeit zunimmt. Bei einer Laufzeit von 60 Jahren erfährt beispielsweise der direkte Ertrag durch den Disagio-Anteil nur eine äusserst bescheidene Erhöhung, während bei kurzer Laufzeit dieser Faktor ganz erheblich ins Gewicht fällt. Es ergibt sich folglich, dass der direkte Ertrag einer Obligation eine umso grössere Erhöhung erfährt, je rascher der Titel zur

Zinsfuss	3,5%	4%	4,5%
Kurs	70	80	90
Direkter Ertrag	5%	5%	5%
Rendite unter Berücksichtigung des Disagios und der Laufzeit von:	%	%	%
10 Jahren	7,90	6,79	5,83
20 „	6,12	5,69	5,32
30 „	5,57	5,35	5,16
40 „	5,32	5,19	5,09
50 „	5,19	5,11	5,05
60 „	5,11	5,07	5,03

Rückzahlung fällig wird; dabei wächst dieser Zuschlag zum direkten Ertrag progressiv mit der Kürze der Laufzeit.

Aus diesem letzten Satz lässt sich indirekt auch auf die Kursgestaltung schliessen, die unter sonst gleichen Voraussetzungen eine Obligation infolge der sich ständig verringernden Laufzeit einschlagen muss. Eine sich stets gleich bleibende Rendite vorausgesetzt, wird der Kurs mit abnehmender Laufzeit sich beständig erhöhen, wobei die Kurssteigerung, wie sich aus dem Prinzip der Zinseszinsen ergibt, von Jahr zu Jahr etwas grösser ausfallen muss. Nachstehende Zusammenstellung veranschaulicht die Kursgestaltung von Obligationen unter Berücksichtigung der Laufzeit und unter Voraussetzung einer sich ständig gleichbleibenden Rendite von 6 Prozent.

Laufzeit	Rendite 6% / Zinsfuss 5%
40 Jahre	84,90
35 „	85,44
30 „	86,16
25 „	87,14
20 „	88,14
15 „	90,20
10 „	92,56
5 „	95,73

Einen Einfluss der Laufzeit auf den Nominalzinsfuss in dem Sinne, dass für Obligationen mit langen Laufzeiten höhere Zinse bezahlt werden müssen als für solche mit kurzen Lauf-

zeiten, konnten wir nicht feststellen. Wir können daher annehmen, dass die Laufzeit der Obligation keinen oder nur einen äusserst geringen Einfluss auf die Höhe des Nominalzinsfusses ausübt.

Was die Kündigung und Rückzahlung anbetrifft, so stossen wir bei den Anleihen der Industrie, besonders bei denjenigen, die vor dem Kriege emittiert wurden, auf eine ausserordentliche Verschiedenheit der Bestimmungen. Wir haben die Industrie-Obligationen in Bezug auf diese Bestimmungen untersucht und werden das Ergebnis in möglichst systematischer Zusammenfassung hier wiedergeben.

In weitaus den meisten Fällen muss der Rückzahlung der Anleihe eine Kündigung seitens des Schuldners vorausgehen. Ist dies nicht der Fall, so lautet beispielsweise die auf die Obligation aufgedruckte Rückzahlungsbestimmung:

„Die Rückzahlung der Anleihe erfolgt ohne weitere Kündigung zum Nennwert (zum Kurs von...) am 30. Juni 1944. Die Verzinsung der Titel hört mit dem Rückzahlungstermin auf." Wie aber schon erwähnt, ist die Rückzahlung ohne besondere Kündigung selten. Ohne erschöpfend zu sein, möchten wir im folgenden die hauptsächlichsten Kündigungsbedingungen anführen.

Eine der gebräuchlichsten Bedingungen ist folgende: Die Rückzahlung ist bis zu einem bestimmten Termin fest. Erfolgt sie auf diesen Termin nicht, so ist die Anleihe sowohl vom Schuldner wie auch vom Gläubiger auf drei, häufiger auf sechs Monate oder auf Ende eines Couponstermins kündbar. Oft wird das Kündigungsrecht nach diesem Termin nur dem Schuldner eingeräumt oder es ist für den Schuldner und die Gläubiger verschieden. Z. B.:

„Die Rückzahlung ist fest bis 30. Juni 1938. Nachher ist die Anleihe durch die Schuldnerin jährlich, durch die Gläubiger von drei zu drei Jahren kündbar."

Zuweilen ist für die Rückzahlung kein bestimmtes Datum festgesetzt. Sie kann jederzeit nach vorhergehender Kündigung vorgenommen werden. Hier steht aber das Kündigungsrecht regelmässig nur dem Schuldner zu. Es soll hier noch beigefügt werden, dass in den meisten Kündigungsbedingungen das Recht der Kündigung nur dem Schuldner eingeräumt wird. Anders ist dies bei den Bank-Obligationen, wo auch den Gläubigern regelmässig ein Kündigungsrecht zusteht. In der Mehrzahl der Fälle lässt sich zudem die Schuldnerin das Recht einräumen, vorzeitig zu kündigen. Die Bestimmung lautet dann ungefähr folgendermassen:

„Die Rückzahlung der Anleihe erfolgt zum Nennwert auf den 31. Dezember 1938. Der Anleiheschuldnerin ist indes-

sen das Recht vorbehalten, das Anleihen vorzeitig, je auf einen Couponstermin, frühestens aber auf den 31. Dezember 1933, ganz oder teilweise zur Rückzahlung zu kündigen. Bei blosser teilweiser Kündigung sind die zurückzubezahlenden Obligationen durch das Los zu bezeichnen. Die Auslosungen haben unter Mitwirkung einer öffentlichen Urkundsperson zu geschehen.“ Hie und da wird für die früher zur Rückzahlung gelangenden Obligationen ein Aufgeld bewilligt. Vor dem Kriege wurde häufig die Anleihesumme nicht auf einmal, sondern durch jährliche Amortisationen zurückbezahlt. Bei der Amortisation lautet die Bedingung beispielsweise:

„Die Rückzahlung der Anleihe erfolgt bis spätestens 30. Juni 1946 in halbjährlichen (jährlichen) Tilgungsraten, zu pari, vom 30. Juni 1933 bis 30. Juni 1946.“

Gemäss dem auf der Obligation enthaltenen Tilgungsplan werden die zur Rückzahlung gelangenden Obligationen ausgelost. Auch hier wird die Auslosung bei Anwesenheit einer öffentlichen Urkundsperson vorgenommen. Die Amortisation beginnt selten schon im folgenden Jahr nach der Aufnahme der Anleihe. Gewöhnlich ist sie auf eine Anzahl von Jahren fest, und erst von da an beginnt die Rückzahlung durch halbjährliche oder jährliche Quoten. Meistens lässt sich der Schuldner auch das Recht einräumen, diese Quoten zu verstärken oder den noch verbleibenden Betrag auf einmal zurückzuzahlen. Die Rückzahlungsquote kann schon zum voraus abgestuft sein: „Von 1933 bis 1953 wird die Anleihe durch jährliche Rückzahlungen amortisiert, und zwar: Vom 31. Dezember 1933 bis 31. Dezember 1938 Fr. 10,000.— jährlich, vom 31. Dezember 1938 bis 31. Dezember 1948 Fr. 15,000.— jährlich, von da an bis zum 31. Dezember 1953 Fr. 20,000 jährlich.“

Dem jährlichen Zinsrückgang entsprechend, wird eine Verstärkung der Tilgungsquoten in den meisten Tilgungsplänen vorgesehen. Wir geben auf der nächsten Seite einen solchen Tilgungsplan wieder. Hie und da erfolgen die Rückzahlungen nicht zum gleichen Kurs. Die ersten paar Jahre werden die Obligationen mit einem Aufgeld zurückbezahlt. Z. B.:

„Die Anleihe ist fest bis 1933. Von da an wird sie durch halbjährliche Rückzahlung bis spätestens 1948 amortisiert. Die Rückzahlung erfolgt bis 1938 zum Kurs von 102 %, von 1938 bis 1943 zu 101 % und von da an zum Nennwert. Erfolgt die Rückzahlung der Anleihesumme durch jährliche Amortisation, so können einige Gläubiger oft Kursgewinne machen. Diese Art der Rückzahlung kommt aber heute weniger häufig mehr vor als vor dem Krieg. Die gebräuchlichste Form ist die Rückzahlung auf einen festen Termin mit vorzeitigem (ungefähr 5 bis 10 Jahre vor der Rückzahlung) Kündigungsrecht des

Schuldners. Es steht aber dem Schuldner noch eine andere Form der Rückzahlung zur Verfügung. Ist der Kurs der Obligation unter pari, so wird er, Kotierung an der Börse vorbehalten, diese zurückkaufen. Auf diese Art bezahlt er eine Schuld zurück, die in der Passiva zum Nominalwert eingesetzt wurde, und die Differenz zwischen Rückkaufskurs und Nominalwert bedeutet für ihn einen Gewinn. In einigen Anleihebedingungen wird dieses Recht des Rückkaufes an der Börse ausdrücklich erwähnt. Es darf aber auch sonst ausgeübt werden, da, im Gegensatz zu den Aktien, hier das Gesetz keine Beschränkungen vorgesehen hat.

Beispiel eines Tilgungsplanes

Tag der Rückzahlung	Zahl der halbjährlich zu tilgenden Obligationen	Betrag der Rückzahlung	Tag der Rückzahlung	Zahl der halbjährlich zu tilgenden Obligationen	Betrag der Rückzahlung
		Fr.			Fr.
			Uebertrag	10 816	10 816 000
31. März 1932	547	547 000			
30. Sept. 1932	562	562 000			
31. März 1933	578	578 000	31. März 1940	845	845 000
30. Sept. 1933	594	594 000	30. Sept. 1940	868	868 000
31. März 1934	610	610 000	31. März 1941	892	892 000
30. Sept. 1934	627	627 000	30. Sept. 1941	916	916 000
31. März 1935	644	644 000	31. März 1942	941	941 000
30. Sept. 1935	662	662 000	30. Sept. 1942	967	967 000
31. März 1936	680	680 000	31. März 1943	994	994 000
30. Sept. 1936	698	698 000	30. Sept. 1943	1021	1 021 000
31. März 1937	718	718 000	31. März 1944	1049	1 049 000
30. Sept. 1937	737	737 000	30. Sept. 1944	1078	1 078 000
31. März 1938	758	758 000	31. März 1945	1108	1 108 000
30. Sept. 1938	779	779 000	30. Sept. 1945	1138	1 138 000
31. März 1939	800	800 000	31. März 1946	1170	1 170 000
30. Sept. 1939	822	822 000	30. Sept. 1946	1197	1 197 000
	10 816	10 816 000		25 000	25 000 000

Unter Stückelung der Industrie-Obligation verstehen wir die Höhe des Nominalbetrages derselben. Eine Anleihe wird in so und so viele Stücke eingeteilt, daher auch der Name Partialobligation. Der Nominalbetrag der schweizerischen Industrieobligationen beläuft sich in der Regel auf 500 Fr. und 1000 Fr. Während wir bei den Aktien der schweizerischen Industrie auf eine ausserordentliche Menge von Nominalbeträgen

stossen, ist es eine grosse Seltenheit, eine Industrie-Obligation anzutreffen, die nicht auf einen dieser beiden Beträge lautet. Anders verhält es sich in England und Nordamerika. Wir sehen dort Bonds mit Nennwerten bis hinunter zu 5 Dollars oder 1 Pfund Sterling. Dass man bei uns nicht diese starke Stückelung vornimmt, mag darin liegen, sich die dadurch entstehenden erhöhten Kosten zu ersparen. Zudem reflektiert man mit den Obligationen von 500 und 1000 Fr. auf einen gewissen Kreis von Geldgebern, die Anlagekapitalisten. Würde man mit der Stückelung tiefer oder höher gehen, so wäre es schwierig, diese Leute zu engagieren. Durch die Schaffung von „Zwergobligationen" würde ferner die Spekulation stark erleichtert. In den oben genannten Ländern ist denn auch die Obligation zu einem Spekulationspapier geworden. Rechtlich würde auch bei uns gegen eine niedrige Ansetzung der Nennwerte nichts einzuwenden sein, da unser Gesetz über die Stückelung der Industrie-Obligation nichts vorschreibt. U. W. bestimmen auch die Gesetze anderer Länder nichts über den Nominalbetrag der einzelnen Obligationen.

d) Die Sicherstellung.

Die Sicherheit der Obligation hängt ab von den jeweiligen wirtschaftlichen Verhältnissen. Diese aber hängen wiederum ab von der Gesamtwirtschaftslage, von der besondern Lage des Gewerbezweiges und des einzelnen Betriebes, sowie von der Leitung der Unternehmung. Durch die Fähigkeit und Solidität der Leiter kann der aus der Krise sich ergebende Ausfall in gewissem Grade gemildert werden. Die heute hoch entwickelte Technik und die vorteilhafte Organisation haben zudem unserer Industrie eine grössere Anpassungsfähigkeit und eine zunehmende Unabhängigkeit von speziellen Voraussetzungen verschafft. Durch die Aktiengesellschaften wurden die Privatunternehmungen der Verknüpfung mit dem Schicksal einer bestimmten Person oder Familie entkleidet. Die Produktion und der Absatz werden durch Kartelle und Syndikate geregelt und den Krisen die frühere Schärfe genommen. Alle diese Umstände haben dazu geführt, der privaten Unternehmung einen immer zunehmenden sicheren Bestand zu geben, und die Existenzdauer jeder einzelnen Unternehmung zu verlängern. Es kann aber doch nicht bestritten werden, dass gerade die Industrie von vielen Gefahren bedroht ist: Eine Aenderung der Konsumationsgewohnheiten (Mode), neue Erfindungen usw., können ganze Industriezweige lahm legen, ja sogar vernichten (Stickereiindustrie). Diese Ab-

hängigkeit des Bestandes und Betriebes industrieller Unternehmungen von oft unabwendbaren Ereignissen entzieht den ausgegebenen Obligationen die sichere Grundlage. Bei den Obligationen des Staates, der Kantone und Gemeinden liegen die Verhältnisse anders. Durch die Erhebung von Steuern sichern sich diese einen regelmässig wiederkehrenden Ertrag, der, wenn auch in der Steuerfähigkeit des einzelnen Bürgers liegend, eine praktisch sehr weite Begrenztheit hat. Ferner ist der Zweck des Staates ein allseitiger, während die einzelnen Industrien einem bestimmten Zweck dienen. Der Obligationengläubiger hat allerdings ein Vorrecht gegenüber den Aktionären der Gesellschaft. Erst nachdem der Obligationär als Gläubiger befriedigt ist, kann der Rest des Gesellschaftsvermögens unter die einzelnen Aktionäre verteilt werden. Er hat aber kein Vortrittsrecht gegenüber den andern Gläubigern der Gesellschaft, wenn nicht für die Anleihesumme eine spezielle Sicherheit dasteht. Die vom Anleiheschuldner gewährten Sicherheiten sind entweder generelle oder spezielle Sicherheiten.

Generelle Sicherheit.

Der Anleiheschuldner verpflichtet sich, für die Anleiheschuld mit seinem ganzen Vermögen zu haften. Diese Sicherheit ist aber nicht als eine solche im zivilrechtlichen Sinne anzusehen. Die Anleihegläubiger geniessen hier keine Vorrechtsstellung gegenüber den andern Gläubigern der Gesellschaft, da auch diesen das ganze Vermögen des Schuldners haftet. *) Nach Freund **) liegt hierin nichts weiteres „als ein Hinweis des Anleiheschuldners auf die Gesamtheit der Tatsachen, die für die Kreditwürdigkeit des Schuldners geltend gemacht werden können, nicht aber eine spezielle Sicherheit der Gläubiger des betreffenden Anleihens, aus der ein Pfandrecht an bestimmten Gegenständen hergeleitet werden kann". Oft wird diese Art der Sicherheit noch erhöht durch die negative Hypothekenklausel, d. h. der Anleiheschuldner verpflichtet sich, bis zur Rückzahlung der gegenwärtigen Anleihe keine hypothekarische Belastung seines Eigentums mehr vorzunehmen. Vielfach wird dazu noch eine Meistbegünstigungsklausel aufgenommen, d. h. die schuldnerische Unternehmung verpflichtet sich, keiner spätern Anleihe eine grössere Sicherheit zu gewähren, als der gegenwärtigen. Auch eine Abmachung betreffs des Verhältnisses von Aktien- zu Obligationenkapital ist häufig.

*) Art. 197 Sch. K. G.

**) Freund a. a. O. S. 157 ff.

Die spezielle Sicherheit.

Diese erstreckt sich, im Gegensatz zur vorigen, auf einen ganz bestimmten, genau umschriebenen Teil des Gesellschaftsvermögens. Als häufigste spezielle Sicherheit kommt das Grundpfand in Betracht. Artikel 875 Z. G. B. bestimmt:

„Anleihens-Obligationen, die auf den Namen der Gläubiger oder auf den Inhaber lauten, können mit einem Grundpfand sichergestellt werden:

1. Durch Errichtung einer Grundpfandverschreibung oder eines Schuldbriefes für das ganze Anleihen und die Bezeichnung eines Stellvertreters für die Gläubiger und den Schuldner.
2. Durch die Errichtung eines Grundpfandrechtes für das ganze Anleihen zugunsten der Ausgabestelle und Bestellung eines Pfandrechtes an dieser Grundpfandforderung für die Obligationengläubiger."

Die Emission einer Anleihe vollzieht sich, wie wir gesehen haben, in der Regel durch Vermittlung einer Bank. Meistens tritt der Anleihenehmer selbst als Schuldner auf, doch ist es auch möglich, dass die Bank als Schuldner der Obligationäre auftritt. Uebernimmt die Bank gegenüber den Obligationären keine Schuldverpflichtung, die ausgegebenen Titel also nicht die Bank, sondern den Kapitalnehmer als Schuldner bezeichnen, so wird Ziffer 1 des obigen Artikels angewendet: Der Anleihenehmer errichtet für das ganze Anleihen eine Grundpfandverschreibung oder einen Schuldbrief. Die Bank wird als Stellvertreterin der Gläubiger und des Schuldners bezeichnet. Damit erhalten die Obligationäre ein direktes Grundpfandrecht. *)

Errichtung einer Grundpfand-Verschreibung. Sie erfolgt durch öffentliche Beurkundung des Pfandvertrages und Eintragung in das Grundbuch. (Art. 799 Z. G. B.) Vertragsparteien sind der Eigentümer der Pfandobjekte und die Bank als Ausgabestelle (Vertreterin). Die Obligationen bedürfen nur der Unterschrift des Schuldners; der Grundpfandverwalter hat bei ihrer Ausstellung in keiner Weise mitzuwirken, da es sich nicht um Grundpfandtitel im Sinne von Art. 856 ff. Z. G. B. handelt. **)

Errichtung eines Schuldbriefes. (Eine Gült ist unzulässig.) ***) Zu den oben erwähnten Erfordernissen

*) Wieland C., Kommentar zum schweiz. Z. G. B., Bd. IV, Sachenrecht, S. 428.
**) Dito, S. 428.
***) Wieland a. a. O. S. 429, Prof. Dr. Leemann, Kommentar zum Z. G. B., Bd. IV, Sachenrecht, S. 1052.

kommt hier die Ausstellung eines Pfandtitels nach Art. 856 und 857 Z. G. B. Die Obligationen sind aber nicht Schuldbriefe im Sinne von Artikel 856 ff. Z. G. B. Werden die einzelnen Anleihenstitel nach Massgabe der Vorschriften über den Grundpfandtitel als Schuldbriefe oder Teilschuldbriefe ausgestellt, so liegen nicht Anleihensobligationen im Sinne der Art. 875 ff. Z. G. B. vor, sondern Serienschuldbriefe nach Art. 676 Z. G. B. Der öffentliche Glauben des Grundbuches findet bei den grundpfändlich sichergestellten Anleihensobligationen weder auf die Forderung noch auf das Pfandrecht Anwendung. Die Wirkungen der Forderungübertragung bestimmen sich nach Massgabe der Vorschriften über die Wertpapiere. Die Titelinhaber entbehren somit der Vorteile des Schuldbriefes, während sie dessen Gefahren in Kauf nehmen müssen, sodass vor der Wahl dieser Form abzuraten ist. So wird z. B. bei Weiterübertragung der Obligation nur das in der Person begründete Pfandrecht mit allen seinen Mängeln übertragen. Veräussert die Ausgabestelle (die ja als Vertreterin der Gläubiger im Besitze des Schuldbriefes ist) den Gesamtschuldbrief, so geht der gutgläubige Erwerber den Obligationären vor, da er den öffentlichen Glauben des Grundbuches geniesst. *) Die deutsche Gesetzgebung lässt daher aus guten Gründen nur die unserer Grundpfandverschreibung entsprechende Sicherungshypothek zu. **)

Ist die emittierende Bank Schuldnerin der Obligationäre (was selten der Fall ist), so kommt vor allem Ziffer 2 des Art. 875 zur Anwendung: durch Errichtung eines Grundpfandrechtes für das ganze Anleihen zugunsten der Ausgabestelle. Die Bank hat gegen den Anleihenehmer eine Forderung. Diese Forderung kann nun durch Errichtung einer Grundpfandverschreibung, eines Schuldbriefes oder einer Gült sichergestellt und alsdann zugunsten der Obligationäre verpfändet werden. (Gemäss Art. 899 Z. G. B.) Diese Art der Sicherstellung wäre zweifellos auch ohne eine ausdrückliche gesetzliche Bestimmung zulässig. Mit diesem Pfandrecht an einer grundpfandversicherten Forderung erhalten die Obligationäre ein indirektes Grundpfandrecht. Zur Aufstellung dieses Forderungs- oder Faustpfandrechtes ist die Mitwirkung einer Stellvertreterin (meistens eine andere Bank) erforderlich, welcher der Pfandtitel übergeben wird.

Ist die Ausgabestelle nicht selbst den Obligationären verpflichtet, so ist die Errichtung einer Grundpfandverschreibung für das ganze Anleihen zugunsten der Ausgabestelle und Be-

*) Wieland C., a. a. O. S. 429.
**) dito S. 429.

stellung eines Pfandrechtes an dieser Grundpfandforderung nur möglich, wenn der Obligationenschuldner die Ausgabestelle als Solidargläubigerin neben den Obligationären anerkennt. *) Dies ergibt aber, wie Leemann bemerkt, die merkwürdige Konstruktion, dass nun der eine Solidargläubiger (die Ausgabestelle) dem andern eine grundpfandversicherte Solidarforderung verpfändet. **) Wird aber ein Schuldbrief oder eine Gült zugunsten der Ausgabestelle errichtet, so entstehen wiederum zwei verschiedene Forderungen gegen den Anleihenehmer, von denen die eine zur Sicherung der andern an den Gläubiger verpfändet ist. Diese Art der Sicherstellung ist also sehr unbequem, wenn nicht die Ausgabestelle Schuldnerin ist.

Leemann ***) erwähnt noch eine andere Art der Sicherstellung im Anschluss an Art. 875, Abs. 2, Z. G. B.: Der Anleiheschuldner verpfändet den Obligationären einen auf seine Immobilien errichteten Inhabertitel zu Faustpfand (mit Bestellung eines Faustpfandhalters). Nach ihm ist diese Art der Sicherstellung in dem allgemeinen Schuldbrief und Gültenrecht (vor allem in Art. 859 Z. G. B.) begründet. U. E. fällt diese Art der Sicherstellung, die eine der einfachsten und bequemsten ist, unter die Sicherstellung mittelst Faustpfand, die wir später beschreiben werden. Die Praxis hat seit 1912 in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle den in Art. 875, Abs. 1, Z. G. B. vorgesehenen Weg eingeschlagen, und zwar unter Verwendung der Grundpfandverschreibung. Auch von der zuletzt erwähnten Möglichkeit wurde häufig Gebrauch gemacht. Hingegen wurden die Arten von Art. 875, Abs. 2, Z. G. B. nicht angewendet. [1]) Bei der hypothekarischen Sicherstellung ist inbezug auf die wirkliche Sicherheit das gleiche zu sagen, wie beim hypothekarisch sichergestellten Bankkredit. Die Bewertung der einzelnen Objekte, wie Grund und Boden, Gebäude, Transporteinrichtungen usw. erfolgt naturgemäss unter dem Gesichtspunkt ihrer ordentlichen Verwendung im Betrieb der Unternehmung. Treten nun Umstände ein, die eine solche Verwendung der hypothekarisch verpfändeten Anlagen im Betriebe verunmöglichen, so offenbart sich die Unzuverlässigkeit selbst sehr sorgfältiger und vorsichtiger Taxen. Es ergibt sich daraus, dass die hypothekarische Belastung industriellen Besitzes in der Regel nicht diejenige Sicherheit gewährt, wie die des ländlichen Grund- und Hausbesitzes. Die Verwertung dieses letz-

*) Leemann a. a. O. S. 1054.
**) do. S. 1054.
***) do. S. 1055.
[1]) do. S. 1055.

teren lässt sich für den Gläubiger meist ohne grosse Einbusse erreichen. Es ist aber nicht abzustreiten, dass eine hypothekarische Sicherstellung in der Regel das Vertrauen des geldgebenden Kapitalisten stärkt, aber es kann auch nicht ohne weiteres behauptet werden, dass dadurch der Wert der Anleihen im allgemeinen sich hebt. So auch Böhler: „Diese (die hypothekarische Sicherstellung) wird vom investierenden Publikum regelmässig überschätzt. Denn Fabrikanlagen sind bekanntlich sehr schlechte Pfänder, da sie ihren Wert zum grössten Teil einbüssen, wenn der Betrieb eingestellt wird, für den sie gebaut worden sind. Da aber für den Kapitalsuchenden jeder Glaube des investierenden Publikums wichtig ist, auch wenn er Aberglaube ist, so empfiehlt es sich, die Obligationen mit irgendwelcher Sicherheit auszustatten.“ *)

Sicherstellung durch Faustpfand. Wir haben schon oben gesehen, wie eine Anleihe durch eine Grundpfandverschreibung, Schuldbrief, Gült, die als Faustpfand einem Vertreter der Obligationäre (Pfandhalter) übergeben werden, als Sicherheit dienen. Es können nun auch andere bewegliche Sachen als Pfand hingegeben werden. Am beliebtesten sind ausser den Grundpfandtiteln börsengängige Wertpapiere, da diese in der Regel gut liquidiert werden können, wenn der Schuldner nicht in der Lage ist, seinen Verpflichtungen nachzukommen. Es besteht aber bei solchen Wertpapieren die Gefahr, dass sie infolge Kurssturzes nicht mehr den ganzen Anleihebetrag zu decken vermögen.

Sicherstellung durch Bürgschaft. Nach Seeling **) soll diese Art der Sicherstellung sich in Deutschland am besten bewährt haben. Die geleistete Bürgschaft erstreckt sich sowohl auf die Verzinsung, als auch auf die Rückzahlung des Kapitals. Die Bürgschaft wird bei uns regelmässig in Form einer Garantieverpflichtung geleistet.

Als letzte Art der Sicherstellung kommt das Garantieversprechen des Staates in Betracht. Im Gegensatz zur obigen Garantie, erstreckt sich die Staatsgarantie meistens nur auf die Bezahlung der Zinsen, nicht aber auch auf die Rückzahlung des Kapitals. Die Staatsgarantie wird zuweilen den Anleiheaufnahmen der Privatbahnen und Elektrizitätsgesellschaften gewährt.

Wir haben die schweizerischen Industrie-Obligationen inbezug auf die Sicherstellungsklauseln untersucht und konnten folgendes feststellen:

*) Böhler, Die Finanzierung industrieller Unternehmungen, a. a. O. S. 34.
**) Seeling a. a. O. S. 56 ff.

Die häufigste Klausel ist die sogenannte negative Hypothekenklausel. Sie lautet in der Regel: „Eine besondere Sicherheit zugunsten der Obligationäre wird nicht bestellt. Die Gesellschaft verpflichtet sich jedoch, bis zur gänzlichen Rückzahlung des gegenwärtigen Anleihens keine andern Obligationen oder langfristige Darlehen zu kontrahieren, die mit einer besondern Pfandsicherheit ausgestattet sind (daran verknüpft ist dann meist die Meistbegünstigungsklausel), ohne das gegenwärtige Anleihen an dieser Sicherheit im gleichen Range teilnehmen zu lassen.“ Oft wird zudem noch bestimmt: „Die Gesellschaft darf ausserdem jeweilen Obligationen nur ausgeben bis zum Betrage des bei der Emission derselben einbezahlten Aktienkapitals und den in der letzten Jahresbilanz ausgewiesenen Reserven.“ (Selbstverständlich kann auch irgend ein anderes Verhältnis zwischen Aktien- und Obligationenkapital festgesetzt werden.) Eine die schuldnerische Gesellschaft sehr einschränkende, allerdings weniger übliche Bestimmung ist folgende: „Eine besondere Sicherheit zugunsten der Obligationäre wird nicht bestellt. Die Gesellschaft verpflichtet sich aber, bis zur gänzlichen Tilgung des gegenwärtigen Anleihens kein weiteres Anleihen aufzunehmen.“ Wird die Anleihe hypothekarisch sichergestellt, so lautet die auf der Obligation enthaltene Sicherungsklausel:

„Die Anleihe ist für Kapital, Zinsen und alle andern Nebenfolgen sichergestellt durch Grundpfand im ersten Rang auf sämtliche der schuldnerischen Gesellschaft gehörenden, im Gebiete der Gemeinden ...., ..., gelegenen Liegenschaften mit den bereits darauf errichteten und eventuell noch zu errichtenden Anlagen, nämlich den Fabriken, den Wasserwerken, den elektrischen und andern Installationen samt Zubehör mit Einschluss der zum Betrieb dienenden Maschinen und Mobilien. Ferner sind im ersten Range die sämtlichen von der Gesellschaft gegenwärtig für den Betrieb dieser Anlagen ausgebeuteten Wasserrechte und Wasserrechtsverleihungen verpfändet. Die schweizerische Treuhandgesellschaft in .... ist als Vertreterin der Obligationeninhaber einerseits und der schuldnerischen Gesellschaft anderseits im Sinne von Art. 875, Ziffer 1, des schweizerischen Zivilgesetzbuches bezeichnet. In ihrer Eigenschaft als Bevollmächtigte der Obligationeninhaber hat sie diese bei der Errichtung der Pfandrechte zu vertreten, sowie für ihre Rechnung alle zweckdienlichen Massnahmen und rechtliche Vorsorgungen zu treffen, die ihr zur Ausübung und Wahrung der Pfandrechte, sowie für eine allfällige Realisierung des Pfandes als notwendig oder nützlich erscheinen. Insbesondere ist die schweizerische Treuhandgesellschaft berechtigt und ver-

pflichtet, nach vollständiger Rückzahlung und Annullierung sämtlicher Obligationen an Kapital und Zinsen die gänzliche Streichung der Pfandrechte zu bewilligen. Die schweizerische Treuhandgesellschaft hat auch das Recht, einzelne Pfänder oder Teile von solchen aus dem Pfandnexus zu entlassen, sofern dadurch nach ihrem Ermessen die Sicherheit des Anleihens nicht wesentlich geschwächt wird, jedoch mit der Massgabe, dass die schweizerische Treuhandgesellschaft durch solche Pfandentlassungsbewilligungen den Obligationeninhabern gegenüber in keiner Weise verantwortlich wird. Auf Grund der nach Tilgungsplan eintretenden Verminderung der Schuld dürfen keine Pfandentlassungen stattfinden. Die blosse Tatsache des Erwerbs der Obligationen dieser Anleihe schliesst für den jeweiligen Titelinhaber die Anerkennung und Bestätigung der schweizerischen Treuhand-Gesellschaft als Pfandhalterin mit den vorstehend bezeichneten Funktionen in sich."

Neben der generellen und der hypothekarischen Sicherstellung kommt zuweilen, wie schon oben bemerkt, die Garantieverpflichtung einer Gesellschaft gegenüber einer andern in Betracht. So begab 1928 die Elektrizitätsgesellschaft Alioth in Basel eine Anleihe, die von der Aktiengesellschaft Brown, Boveri & Cie. in Baden garantiert wurde. Die Klausel lautete: „Die Aktiengesellschaft Brown, Boveri & Cie. in Baden (Schweiz) übernimmt gegenüber den jeweiligen Inhabern der Titel der gegenwärtigen Anleihe als Bürge und Selbstzahler die Garantie für die regelmässige Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals auf Verfall der Anleihe." Andere als die von uns hier wiedergegebenen Sicherungsklauseln kommen ausserordentlich selten vor.

Eine besondere Art der Sicherstellung wird in den Vereinigten Staaten von Nordamerika durch die „Equipment bonds" oder „car trust certificates" (Ausrüstungsobligation, Fahrzeugobligation) erreicht.*) Das Anleihekapital wird durch bewegliche Teile des Anlagevermögens, wie Lokomotiven, Eisenbahnwaggons oder sonstige fungible Maschinentypen sichergestellt. Die Sicherstellung erfolgt entweder durch Verpfändung der Objekte oder noch häufiger durch Uebereignung an einen Treuhändler, der sie der Gesellschaft verpachtet und selbst Obligationen ausgibt.**) Bei beiden Formen basiert aber die Sicherheit des Obligationenkapitals auf dem Marktwert dieser gekauften Objekte. Obschon sich diese An-

*) Schmalenbach a. a. o. S. 361 ff., Böhler, Amerikanische Finanzierungsmethoden, a. a. O. S. 320 ff., Dewing a. a. O. S. 89 ff., vol. I.
**) Böhler a. a. O. S. 320.

lagen ziemlich schnell entwerten, bieten sie doch eine relativ grosse Sicherheit, da sie einerseits für den Betrieb unentbehrlich sind und andererseits die Amortisation bedeutend rascher vorgenommen wird, als die Entwertung eintritt.*) Eine grosse Gefahr liegt aber darin, dass die als Sicherheit dienenden Lokomotiven, Maschinen usw. durch neue Erfindungen plötzlich wertlos gemacht werden können und nur für einen ganz geringen Teil des Obligationenkapitals Dekkung verschaffen. Während früher diese „equipment bonds" ein ausgesprochenes Notfinanzierungsmittel waren, spielen sie heute in der amerikanischen Finanzierungspraxis eine wichtige Rolle.**) Nach Schmalenbach „wird gegenwärtig auch von der deutschen Reichsbahn erwogen, das für den Kauf von Maschinen und Wagen erforderliche Kapital mit Hilfe solcher Fahrzeugobligationen zu beschaffen." ***)

Zum Schluss möge uns folgende Aufstellung das Verhältnis zwischen den hypothekarisch sichergestellten und den nicht speziell sichergestellten Industrieobligationen zeigen:

Verhältnis der hypothekarisch sichergestellten zu den nicht speziell gesicherten, an den Börsen von Zürich, Basel und Genf kotierten Industrieobligationen

Industriezweig	Ende 1926			Ende 1910		
	Anzahl der Anleihen	Hypothekarisch sichergestellt	Keine spezielle Sicherheit	Anzahl der Anleihen	Hypothekarisch sichergestellt	Keine spezielle Sicherheit
Gas und Elektrizität	38	8	30	17	6	11
Maschinen, Metalle, Chemie	24	2	22	14	4	10
Textilindustrie . .	16	7	9	12	6	6
Nahrungs- und Genussmittel . . .	31	9	22	17	8	9
Hotelindustrie . .	6	6	—	7	6	1
Andere Industrien .	14	3	11	16	2	14
Total	129	35	94	83	32	51
in %	100	27,12	72,88	100	38,55	61,45

Wir ersehen, dass die an den Börsen kotierten Industrieobligationen in der Mehrzahl ohne hypothekarische Sicher-

*) Ein Beispiel siehe Dewing a. a. O. S. 106.
**) Dewing a. a. O. S. 89, vol. I.
***) Schmalenbach a. a. O. S. 362.

heit ausgerüstet sind. Während im Jahre 1910 noch 38,55 Prozent durch Grundpfand gesichert waren, hat sich das Verhältnis im Jahre 1926 auf 27,12 Prozent reduziert. Grössere Sicherheiten mussten im Jahre 1926 die Textil- und Hotelindustrie gewähren, was wegen der damals kritischen Lage dieser beiden Industriezweige leicht verständlich ist. Dies zeigt uns den Einfluss der Branchenkonjunktur auf die Sicherstellung der Obligationenkredite. Aber nicht nur die Branchekonjunktur, sondern auch die Allgemeinkonjunktur hat einen Einfluss auf die grössere oder kleinere Sicherstellung. In Zeiten der Geldflüssigkeit wird es eher möglich sein, Obligationen ohne spezielle Sicherheit zu begeben, als in Krisenzeiten, während welchen das Geld knapp ist. So konstatierte Dorow*) in den Jahren 1910 bis 1912 eine Abnahme der sichergestellten Obligationen in Deutschland, da zu dieser Zeit ein Aufstieg der Konjunktur war. In den Jahren des Weltkrieges nahm die Sicherstellung gewaltig zu. Sie betrug 1912 50,8 Prozent und während des Krieges 65 bis 70 Prozent aller Industrieobligationen. Sogar die grossen, bekannten Unternehmungen konnten eine Anleihe nicht ohne spezielle Sicherheit ausgeben.

IV. Neueste Anleihetypen.

Um die Obligation mehr den Bedürfnissen der Geldgeber anzupassen, hat man verschiedene Formen von Industrieobligationen ausgegeben, mit deren Hilfe man hofft, neue Kapitalien heranzuziehen. Diese neuen Arten von Obligationen sind besonders in Nordamerika und zum Teil auch in England, nach dem Kriege auch in Deutschland, eingeführt worden. Sie enthalten einerseits Vergünstigungen für den Anleiheschuldner, anderseits aber Vorteile für den Geldgeber. Wir unterscheiden im allgemeinen folgende Haupttypen:

1. Die Gewinn-Obligation.
(Income bonds and Participating bonds.)

Ihr Wesen besteht darin, dass kein fester Zins, oder neben einem festen Zins eine anteilsmässige Beteiligung der Obligationäre am Gewinn der Unternehmung gewährt wird. Dadurch fällt eines der wichtigsten Merkmale unserer Obligation, nämlich die feste Verzinsung, dahin, so dass man

*) Dorow Willibald a. a. O. S. 35 ff.

sich fragen kann, ob die Bezeichnung Obligation hier überhaupt noch am Platze ist.

Die amerikanische Finanzierungspraxis kennt zwei Arten von Gewinn-Obligationen, die „Income bonds" (gewinnabhängige Obligation) und die „Participating, profit sharing oder dividend bonds" (gewinnberechtigte Obligation) als Hilfsmittel der Kapitalbeschaffung. Bei der ersten Art ist die Verzinsung nur zu leisten, wenn die Unternehmung einen Gewinn erzielt hat, während bei der zweiten Art eine feste Verzinsung unabhängig vom Gewinn gewährleistet wird, aber darüber hinaus, je nach der Höhe des erzielten Gewinnes, eine Zusatzverzinsung ausbezahlt wird. Beide Arten wurden und werden auch heute noch nur bei finanziellen Schwierigkeiten der Unternehmung angewendet. Da die Auszahlung eines festen Zinses oder eines Zusatzzinses nur bei Erzielung eines bestimmten Gewinnes erfolgt, so spitzt sich die ganze Sache auf die Art und Weise der Bilanzierung zu. Die Unternehmung hat es in der Hand, auf verschiedene Arten den zu erzielenden Gewinn zu verkleinern. Es hängt daher die Höhe des auszubezahlenden Zinses mehr oder weniger vom guten Willen der Gesellschaft ab. Diese verschiedenen Interessen des Betriebsinhabers und der Obligationäre führten denn auch nach Dewing*) immer wieder zu Konflikten, wobei es schwierig zu entscheiden war, auf welcher Seite das Recht lag.

Die Income bonds vereinigen sowohl die Nachteile der Aktien wie auch der Obligationen. Das Risiko der Unsicherheit des Ertrages wird nicht durch die Möglichkeit erhöhten Gewinnes ausgeglichen. Es scheint uns fast ausgeschlossen, dass solche zweifelhafte Effekten Käufer finden können. Sie haben aber trotz ihrer Mängel besonders in neuester Zeit beim spekulationsfreudigen Amerikaner Absatz gefunden,**) sogar mehr als die Participating bonds, die doch ohne Zweifel vom Standpunkt des Geldgebers aus den Vorzug verdienen. Nach Dewing wurden die participating bonds nur bei einer Anleihe angewandt. ***)

2. Die Convertible bonds.
(Wandelobligationen.)

Der Obligationär erhält hier das Recht, die Obligation innerhalb einer bestimmten Zeit zu einem bestimmten Kurs

*) Dewing a. a. O., vol. I, S. 84 ff.
**) do. S. 86.
***) do. S. 87.

in eine Aktie umzuwandeln. Er hat also ausser einem festen Zins noch die Aussicht auf Kurssteigerung. Eine Verpflichtung zur Umwandlung besteht nicht. Da diese Art der Obligation sich bewährt hat und ausserordentlich beliebt ist, und sie zudem auch in der deutschen Finanzierungspraxis verschiedentlich vorkommt, möchten wir etwas näher auf sie eintreten.

Gewöhnlich werden die Obligationen in Stammaktien umgetauscht. Eine Umtauschmöglichkeit in nachgeordnete Vorzugsaktien würde zu wenig Anreiz bieten. Auch eine Umtauschbarkeit kurzfristiger Obligationen in langfristigere wird häufig vorgesehen. Um der Konversion noch etwas mehr Reiz zu geben, wird bestimmt, dass die convertible bonds in Stammaktien oder in Vorzugsaktien oder sogar in beide umgetauscht werden könne. Das Umtauschrecht steht dem Inhaber der Obligationen zu; die Gesellschaft ist Stillehalter. Der Umtausch erfolgt, ohne dass die Verwaltung die Generalversammlung anruft und ohne dass ein Kapitalerhöhungsbeschluss vorliegt. Die Kapitalerhöhung geschieht auch ohne Einzahlung eines Gegenwertes. (Fremdkapital wird zu Eigenkapital durch Umwandlung der Obligationen in Aktien.) Das gegenwärtige schweizerische Aktienrecht lässt eine solche Finanzierungstechnik nicht zu. Der Umtausch erfolgt gewöhnlich zu pari. Bei kurzfristigen Obligationen kann er bis zu deren Verfall vorgenommen werden, während bei langfristigen Obligationen das Umtauschrecht zeitlich beschränkt und oft gestaffelt ist, wobei für die verschiedenen Fristen verschiedene Umtauschkurse gewählt werden. *)

Die Wandelobligation bietet dem Kapitalnehmer folgende Vorzüge:

1. Ermöglichung der Finanzierung überhaupt.
2. Ermöglichung der Finanzierung zu günstigeren Bedingungen.
3. Automatische Verminderung der Schuldenlast, da fremdes Kapital zu Eigenkapital wird.

Diese Vorzüge müssen aber, wie Böhler **) ausführt, vom Schuldner oft teuer bezahlt werden. Die Ausstattung des Papieres mit dem Wahlrecht zwischen Gläubiger- und Teilhaberstellung, je nach der finanziellen Lage der Gesellschaft, führt dazu, dass die Obligationäre den Aktionären in ungün-

*) Ein Beispiel eines zeitlich gestaffelten Umtauschrechtes siehe Schmalenbach, a. a. O. S. 350, Anmerkung 2.

**) Böhler, „Amerikanische Finanzierungsmethoden, a. a. O. S. 319.

stigen Zeiten den Ertrag aufzehren und in günstigen an den erhöhten Beträgen teilnehmen können, ohne ein diesem Vorteil entsprechendes Risiko zu tragen. Mit der Umwandlung ist allerdings eine Verminderung der Schuldenlast verbunden, aber dies gerade im ungünstigsten Momente, in welchem die Unternehmung infolge der guten Konjunktur ohne weiteres im Stande wäre, die Zinslast zu erfüllen, und ihr das Fremdkapital eine Steigerung der Dividende bringen würde. Dazu kommt, dass die Obligationäre durch die Umwandlung das Stimmrecht erhalten und einen Einfluss auf die Unternehmung ausüben können.

Als Vorteil für den Titelinhaber wird erwähnt, dass er die Möglichkeit besitze, Kurssteigerungen auszunützen. Dieser Vorteil (Verbindung der Sicherheit mit einer möglichen Kurssteigerung) der convertible bonds für den Titelinhaber beruht, wie Dewing *) richtig bemerkt, auf einer Selbsttäuschung. Der Rentner muss für das Umtauschprivilegium bezahlen, welches er nicht braucht, während der Spekulant für die scheinbare Sicherheit (Zinsversprechen), die er vom Papier nicht verlangt, bezahlen muss. Während vor dem Kriege die Ausgabe von Wandelobligationen hauptsächlich in Amerika üblich war, sind nach dem Kriege auch deutsche Unternehmungen dazu übergegangen, ihren Kapitalbedarf durch die Ausgabe von Wandelobligationen zu decken. Die Unmöglichkeit, im eigenen Lande genügend Kapital zu erhalten, hat die deutsche Industrie auf den auswärtigen, besonders auf den englischen und amerikanischen Kapitalmarkt angewiesen; dies mag auch der Grund für die Einführung der Wandelobligation sein. Dieser Ansicht ist auch Schmalenbach: „Die Einräumung des Rechtes der Umwandlung der Obligationen in Aktien sollte und musste den amerikanischen Kapitalisten gebefreudiger machen, d. h. die Kapitalleihe sollte durch diese Art des Bezugsrechtes nicht nur ermöglicht, sondern auch verbilligt werden.“ **) Gegenteiliger Ansicht ist Kalveram, der diese Obligationengattung als eine ungesunde, dem deutschen Aktienrecht widersprechende Erscheinung nennt, die auch nicht dazu beitrage, die Gebefreudigkeit der englischen und amerikanischen Kapitalisten zu erhöhen. ***)

*) Dewing a. a. O. S. 148, vol. I.

**) Schmalenbach a. a. O. S. 342.

***) Kalveram a. a. O. S. 232 ff., Bd. II.

3. Die Bezugsrechtsobligation.

(Bonds with detachable or non detachable Stock purchase Warrants.)

Die Obligation, ausgestattet mit einem Rechte zum Bezuge von Aktien, unterscheidet sich von der Wandelobligation wie folgt: Bei der Wandelobligation muss der Umwandlungsberechtigte bei der Geltendmachung seines Rechtes die Obligation an Zahlungsstatt geben. Aus dem Obligationär wird ein Aktionär. Bei der Bezugsrechtsobligation hingegen zahlt der Obligationär auf Grund des der Obligation beigefügten (detachable) oder festanhaftenden (non-detachable) Aktienbezugsrechtsscheines (Stock purchase Warrant) den bei der Begebung der Obligation für die Aktien vereinbarten Preis in bar ein; *) er bleibt also Gläubiger, weil die Obligation nicht getilgt wird, wird aber durch die Geltendmachung des Bezugsrechtes auch Teilhaber. Nach Schmalenbach **) soll sich die amerikanische Finanzierungspraxis erst nach dem Kriege dieser Obligation bedient haben. Die Bezugsrechtsbedingungen zeigen die gleiche Mannigfaltigkeit wie die Umwandlungsbedingungen bei der Wandelobligation. Durch die Ausgabe dieser Bezugsrechtsobligationen stellt sich die Unternehmung besser als bei der Ausgabe der Wandelobligation, da „es ihr möglich ist — Kündigungsrecht natürlich immer vorausgesetzt —, unerwünschtem Kapitalzufluss infolge Aktienbezug durch die Obligationäre zu begegnen durch Kündigung und Rückzahlung der Obligationen; bei weiterem Kapitalbedarf aber fliesst ihr bei gleichzeitiger guter Aktienkursentwicklung neues Kapital zu durch Aktienkauf der Obligationäre gegen bar.“ ***) Es ist allerdings auch hier zu sagen, dass das Bezugsrecht oft geltend gemacht werden kann, wenn die Unternehmung keinen Kapitalbedarf hat. Allerdings kann durch Androhung der Kündigung ein gewisser Druck auf die Obligationäre ausgeübt werden. Obligationen, ausgestattet mit Bezugsrechten, sind in der Schweiz nur gegenüber Banken eingeräumt worden. [1])

Wie wir sehen, verfügt die amerikanische Finanzierungspraxis über eine ausserordentliche Vielheit von Obligationen. Vor dem Kriege wurde bei uns wie in Deutschland vor dieser Vielheit gewarnt, und viele Kreise bezeichneten die Art und Weise der amerikanischen Finanzierung als sehr unsolid, ja oft als schwindelhaft. Heute haben sich die Ansich-

*) Schmalenbach a. a. O. S. 357.
**) do. „ 358.
***) do. „ 360.
[1]) Böhler a. a. O. S. 34.

ten vielfach stark verändert, und nicht selten wird nun die amerikanische Finanzierungspraxis als ein erstrebenswertes Ideal dargestellt, und es werden Versuche unternommen, unsere als rückständig bezeichneten Finanzierungsmethoden im Sinne Amerikas zu ändern. Weder die frühere, noch die jetzige Ansicht ist ohne weiteres richtig. In der Beurteilung dieser Effektenformen ist vor allem auf ein ganz anderes wirtschaftliches Milieu und eine grundverschiedene Mentalität der geldgebenden Kreise Rücksicht zu nehmen. Wie Böhler richtig bemerkt, ist „die eigenartige Entwicklung der amerikanischen Finanzierungsmethoden in erster Linie der spekulativen Ausnutzung der Finanzierungstätigkeit zuzuschreiben, die durch die stürmische Wirtschaftsentwicklung und die optimistische Mentalität des Amerikaners stark gefördert wurde." *) Diese verschiedenen Effektenformen entsprechen durchaus nicht einem wirtschaftlichen Bedürfnis, sondern sie dienen der Befriedigung der Spekulationssucht. Die Frage, ob wir in der Schweiz eine solche Varietät der Effektenformen anstreben sollen, hängt davon ab, ob wir der spekulativen Ausgestaltung unserer Finanzierungspraxis Vorschub leisten wollen. Wir brauchen uns aber nur an die furchtbaren Folgen dieser Spekulationstätigkeit zu erinnern, um auch dem letzten Bewunderer der amerikanischen Finanzierungsmethoden die richtige Antwort zu geben. Wenn auch sicherlich mit der Zeit unser Effektenwesen diese hochkapitalistische Entwicklungsstufe, wie sie Amerika besitzt, erreichen wird, so liegt doch kein Grund vor, diese Entwicklung zu beschleunigen. Damit möchten wir aber nicht sagen, dass wir ohne weiteres solche Massnahmen, die sich drüben zur Behebung von finanziellen Schwierigkeiten bewährt haben, verwerfen sollen, und uns wirklich guten Neuerungen und Anregungen verschliessen dürfen. Aber wie Böhler richtig betont, „müssen wir uns davor hüten, das amerikanische Finanzierungswesen als solches zu idealisieren, damit nicht mit jenen „terapeuthischen" Mitteln gleichzeitig auch diejenigen Methoden Eingang finden, die drüben faktisch jenen Krankheitszustand herbeigeführt haben." **)

*) Böhler a. a. O. S. 311.
**) do. „ 328.

V. Buchungen.

a) Emissionsbuchungen.

Bei den Obligationenemissionen sind drei Beträge zu unterscheiden:

1. Der Begebungsbetrag, d. i. der Erlös aus der Anleihe.
2. Der Nennbetrag, der die Grundlage für die Verzinsung und Tilgung bildet und auf dessen Teilbeträge die einzelnen Obligationen lauten.
3. Der Rückzahlungsbetrag, der, sofern er nicht mit dem Nennwert zusammenfällt, um ein gewisses Aufgeld höher ist. Unterparirückzahlungen kommen u. W. nicht vor.

Zwischen den Kursen, welche diesen Beträgen entsprechen, gibt es folgende mögliche Beziehungen:

1. Begebung zu pari . . . . . Rückzahlung zu pari.
2. Begebung zu pari . . . . . Rückzahlung über pari.
3. Begebung unter pari . . . . Rückzahlung zu pari.
4. Begebung unter pari . . . . Rückzahlung über pari.
5. Begebung über pari . . . . Rückzahlung zu pari.
6. Begebung über pari . . . . Rückzahlung über pari.

Und zwar:

aa) die beiden Ueberparikurse sind gleich;
bb) der Begebungs-(überpari)-Kurs ist höher als der Rückzahlungs-(überpari)-Kurs;
cc) der Begebungs-(überpari)-Kurs ist niedriger als der Rückzahlungs-(überpari)-Kurs.

Den Unterschied zwischen dem Begebungskurs unter pari und dem Rückzahlungskurs zu pari nennt man „Disagio". Ein Disagio im weitern Sinn liegt auch vor beim Begebungskurs unter pari und dem Rückzahlungskurs über pari. Die Differenz zwischen dem Nennwert und einem höhern Ausgabewert nennt man „Agio". Um einer Verwechslung mit dem sogenannten Aufgeld, das oft auch als Agio bezeichnet wird, vorzubeugen, nennen wir es „Emissions-Agio".

Wir werden die Buchungen in folgenden Fällen untersuchen:

1. Begebung zu 97 % . . . . Rückzahlung zu 100 %.
2. Begebung zu 97 % . . . . Rückzahlung zu 102 %.
3. Begebung zu 102 % . . . . Rückzahlung zu 100 %.

Wir nehmen als Beispiel eine Anleihe von 1 Million Fr. an, die zu 5 Prozent verzinslich ist. Sie wurde am 30. Juni

1928 begeben und wird am 30. Juni 1938 ohne weitere Kündigung zur Rückzahlung fällig.

ad. 1. Wenn der Begebungskurs unter dem Nominalbetrag liegt, die Rückzahlung aber zu diesem letztern erfolgt, so verpflichtet sich der Anleiheschuldner, einen grössern Betrag zurückzuzahlen als den, welchen er bei der Emission erhielt. (Begebungsbetrag plus Disagio.) Art. 656 Ziffer 7 O. R. bestimmt: „Von der Gesellschaft ausgegebene Obligationen sind zu dem vollen Betrage, zu welchem sie zurückbezahlt werden müssen, anzusetzen. Dagegen kann die Differenz zwischen dem Emissionskurse und dem Rückzahlungsbetrage, welche durch jährliche Abschreibungen bis zum Verfalltag zu amortisieren ist, unter die Aktiven aufgenommen werden."

Wir haben daher bei der Begebung der Anleihe zu buchen:

Folgende an Obligationenkonto:

Kassakonto (Bankkonto)	Fr. 970,000.—	
Disagiokonto	„ 30,000.—	Fr. 1,000,000

Nehmen wir an, dass ausser dem Disagio von 30,000 Fr. noch Emissionskosten im Betrage von 31,200 Fr. entstanden sind. Diese können direkt auf das Disagiokonto übertragen werden durch die Buchung:

Disagiokonto an Kassakonto Fr. 31,200.—.

Sie können aber auch vorerst auf einem Spezialkonto, dem Emissions-Unkostenkonto, gesammelt werden und erst später durch die Buchung:

Disagiokonto an Emissions-Unkostenkonto Fr. 31,200.—

auf ersteres übertragen werden. Auf beide Arten ist aber das Disagiokonto mit dem Betrage von Fr. 61,200.— belastet. Diese Summe kann nun auf die Anleihedauer, im vorliegenden Beispiel auf zehn Jahre, verteilt werden. Jedes Jahr wird von den 61,200 Fr. ein sich gleichbleibender Betrag abgeschrieben, womit man eine gleichmässige Belastung aller Geschäftsjahre erreicht. Die einzelnen Jahre haben somit an Kosten zu tragen:

5 Prozent Zins von Fr. 1,000,000.—	= Fr. 50,000.—
Ein Zehntel von Fr. 61,200.—	= Fr. 6,120.—
Jährliche Belastung	= Fr. 56,120.—

Die Abschreibung des Disagiokontos im Betrage von 6120 Fr. geschieht zu Lasten des Gewinn- und Verlustkontos, resp. des Zinsenkontos. Machen die Gesellschaften von dem Recht, das Disagio in die Aktiven aufzunehmen, keinen Gebrauch, so wird der Posten (Emissionskosten und Disagio)

im Emissionsjahre vollständig abgeschrieben, also als Jahresverlust betrachtet. Letzteres ist unbedingt zu empfehlen, wenn dadurch die Unternehmung nicht über Gebühr belastet wird. Gleicher Ansicht ist auch Schmalenbach: „Mit Rücksicht auf den ziemlich umfassenden Bilanzunverstand von Publikum und Presse, welche Aktiva, die man nicht befühlen und besehen kann, nicht gut denken können, ist es für Bilanzen, die von Publikum und Presse begutachtet werden sollen, empfehlenswert, Disagio und Emissionskosten sofort abzuschreiben". *) Bei uns werden im allgemeinen die Emissionskosten als Jahresverlust betrachtet, während das Disagio unter die Aktiven aufgenommen wird. **)

ad. 2. Wird nun die gleiche Anleihe nicht zu pari, sondern zum Kurse von 102 Prozent rückzahlbar gestellt, so kann auch hier verschieden gebucht werden. Am besten werden die Verhältnisse zur Darstellung gebracht, indem man den Nominalbetrag plus „Prämie" (Differenz zwischen Nominalbetrag und Rückzahlungsbetrag) auf die Passivseite und die Differenz zwischen Begebungsbetrag und Rückzahlungsbetrag (Disagio im weitern Sinn) auf die Aktivseite einsetzt. Die Abschreibung hat auch hier auf die oben erwähnte Art und Weise zu geschehen (jährlich 5000 Fr. plus ein Zehntel Emissionsunkosten 3120 Fr., zusammen 8120 Fr.). Die Buchungen bei der Begebung lauten:

Folgende an Obligationen-Konto:

Kassakonto (Bankkonto)	Fr. 970,000.—	
Disagiokonto	Fr. 50,000.—	Fr. 1,020,000.—

Damit haben wir den Vorschriften des Art. 656 Ziff. 7 O. R. Genüge getan; die von der Gesellschaft ausgegebenen Obligationen sind zum vollen Betrage, zu welchem sie zurückbezahlt werden müssen, angesetzt worden. Statt jährlich abzuschreiben, können auch hier Disagio und Emissionskosten im Emissionsjahr als Jahresverlust gebucht werden.

ad. 3. Der Emissionskurs ist höher als der Nominalbetrag. Sind die Zinsen den Verhältnissen entsprechend zu hoch, so lässt sich die emittierende Gesellschaft durch eine von den Käufern zu bezahlende „Prämie" (Agio) entschädigen. Viele taxieren dieses Emissionsagio als Gewinn, und bringen es schon im ersten Jahr zur Ausschüttung an die Aktionäre. U. E. kann rechtlich gegen ein solches Verfahren nichts eingewendet werden. Das Emissionsagio stellt aber einen Entgelt dar für die während der ganzen Anleihe

*) Schmalenbach a. a. O. S. 376.
**) Zimmermann a. a. O. S. 77.

zu bezahlenden hohen Zinsen. Es sollte daher nicht schon im ersten Jahr ganz zur Verteilung kommen, sondern auf die ganze Anleihedauer verteilt werden. Folglich wird das Emissionsagio wie auch der Nominalbetrag der Obligationen unter die Passiven genommen, und jährlich die gleiche Summe an die Aktionäre verteilt. Die Buchung lautet:

Kassakonto (Bankkonto) an folgende:

Obligationenkonto	Fr. 1,000,000.—	
Emissionsagiokonto	Fr. 20,000.—	Fr. 1,020,000.—

Richtiger wäre u. E., dieses Emissions-Agio überhaupt nicht zur Verteilung zu bringen, sondern auf Reservekonto gutzuschreiben. Der Fall, wo Industriegesellschaften ein Emissionsagio verbuchen können, dürfte selten vorkommen. Wenn auch zuweilen Anleihen über pari begeben werden, so werden sie doch ausserordentlich selten von den Banken zu einem Ueberparikurs übernommen.

b) Buchungen beim Zinsendienst.

Die Zinspflicht für die Obligationen beginnt mit der Begebung der Anleihe; fällt der Zeitpunkt der Begebung nicht mit dem ordentlichen Zinstermin zusammen, so werden Stückzinse berechnet, die vom einzubezahlenden Betrag abgerechnet oder auf diesen zugerechnet werden. Die Emittenten streben aber darnach, die Begebung der Anleihe möglichst auf einen Coupontermin zu richten, um damit die Abrechnung zu vereinfachen. Die Zinsen für Industrieobligationen werden bei uns ausschliesslich halbjährlich bezahlt. Bei den ältern Staats- und Städteobligationen finden wir noch ausnahmsweise jährliche Zinszahlung. Als Zinstermine kommen hauptsächlich der 2. Januar und der 1. Juli in Betracht. Die Einlösung der Coupons findet an den Schaltern der Zahlstellen oder der Gesellschaftskasse statt. Die Coupons verjähren nach fünf Jahren. Der Obligationenschuldner schreibt die fälligen Zinsbeträge auf dem Anleihe- oder Obligationenzinsenkonto gut, indem er das Gewinn- und Verlustkonto damit belastet.

Zinsenkonto an Anleihezinsenkonto.

Werden die Coupons eingelöst, so wird das Anleihezinsenkonto mit dem entsprechenden Betrag belastet. Der Saldo des Anleihezinsenkontos ergibt uns die Summe der fälligen, aber noch nicht eingelösten Coupons. Die verjährten Coupons werden vom Anleihezinsenkonto zugunsten des Gewinn- und Verlustkontos bezw. Zinsenkontos abgebucht. Die bei

Einlösung der Coupons von der schuldnerischen Gesellschaft zu zahlenden Provisionen werden auf Unkostenkonto verbucht.

c) Buchungen bei der Rückzahlung der Obligation.

Wie wir schon früher gesehen haben, kann die Rückzahlung der Anleihe erfolgen:

1. durch eine einmalige Bezahlung der Anleiheschuld;
2. durch jährliche oder halbjährliche Tilgung.

Nehmen wir an, die Anleihe von Fr. 1,000,000.— werde jährlich mit Fr. 100,000.— getilgt. Es werden also alle Jahre für Fr. 100,000.— Obligationen ausgelost. Werden die ausgelosten Obligationen ausbezahlt, so lautet die Buchung:

Obligationenkonto an Kassakonto (Bankkonto).

Um aber eine bessere Uebersicht zu haben, empfiehlt es sich, die jährlich ausgelosten Obligationen unabhängig von der Rückzahlung auf ein spezielles Konto zu überweisen, z. B.:

Obligationenkonto an Konto ausgeloster Obligationen.

Werden die ausgelosten Obligationen zur Einlösung vorgewiesen und von der Gesellschaftskasse oder der Bank ausbezahlt, so machen wir die weitere Buchung:

Konto ausgeloster Obligationen an Kassakonto (Bankkonto).

Der Saldo auf Konto ausgeloster Obligationen, der in der Bilanz erscheinen muss, gibt uns so die Gesamtheit der ausgelosten, aber noch nicht zurückbezahlten Stücke an. Die Verjährungsfrist für die verfallenen Obligationen beträgt 10 Jahre. Wird innerhalb dieser Zeit das Wertpapier nicht zur Einlösung vorgewiesen, so kann der Betrag auf Gewinn- und Verlustkonto gebucht werden:

Konto ausgeloster Obligationen an Gewinn- und Verlustkonto.

Wird die Anleihe nicht durch jährliche Tilgung zurückbezahlt, sondern der ganze Betrag auf einmal, so muss die schuldnerische Gesellschaft dafür sorgen, dass sie bis zu dieser Zeit genügend flüssige Mittel bereit hat. Sie wird daher jährlich einen bestimmten Betrag, in unserem Beispiel Fr. 100,000.—, für diese Rückzahlung absondern. Dies kann durch Ueberschreibung dieser Summe auf ein spezielles Konto, z. B. Konto für rückzahlbare Obligationen, geschehen. Nach dem zehnten Jahr stehen ihr dann flüssige Mittel im Betrage von Fr. 1,000,000.— zur Verfügung, mit welchen sie im Stande ist, die ganze Anleihe zu tilgen.

II. TEIL.

Die allgemeine wirtschaftliche Bedeutung der Industrie-Obligation.

3. Kapitel.

Vom privatwirtschaftlichen Standpunkt aus.

1. Die Industrie-Obligation als eine besondere Effektenart für die Finanzierung der schweizerischen Industrie.

Wir haben schon zu Beginn dieser Arbeit gezeigt, was für Mittel einer Unternehmung zur Finanzierung ihrer lang- und kurzfristigen Kapitalbedürfnisse zur Verfügung stehen. In diesem Teile möchten wir zu beweisen versuchen, dass die Industrieobligation einem vorhandenen Bedürfnis entspricht, dass sie gegenüber andern Finanzierungsformen sowohl vom Standpunkt des Geldnehmers, wie auch des Geldgebers unbestreitbare Vorteile bietet und dass sie schliesslich ein Mittel darstellt, die Volksersparnisse in vermehrtem Masse für produktive Zwecke heranzuziehen. Wenn wir leider für einige Behauptungen nur mit dürftigem Zahlenmaterial auftreten können, so ist dies einer mangelhaften Statistik und Oeffentlichkeit auf diesem Gebiete zuzuschreiben. Wegen der verhältnismässig sehr neuen Erscheinung der Industrieobligation ist diese Art der Finanzierungstätigkeit statistisch wie auch theoretisch nicht stark beachtet worden. Eine umfassende Emissionsstatistik existiert überhaupt nicht. Seit dem Erscheinen des schweizerischen Finanzjahrbuches werden dort die wichtigsten Emissionen der schweizerischen Industrie angeführt. Eine grundlegende Arbeit hat uns Viktor Laepple mit seiner Dissertation „Das schweizerische Emissionsgeschäft“ *) gegeben, auf welche auch die Emissionsstatistik des eidgenössischen statistischen Amtes abstellt. Die statistische Erfassung über die Emission der Industrieobligation

*) Laepple V., a. a. O.

wurde von obigem Autor auf die Zeitspanne 1907—21 ausgedehnt. Seit 1921 hat dann das eidgenössische statistische Amt von sich aus die Emission der Industrieobligationen in ihre statistische Untersuchung aufgenommen. Diese Angaben mögen dazu dienen, Differenzen, die im folgenden nicht zu vermeiden sind, zu erklären.

Bei jedem Kapitalbedarf auf lange Frist muss sich der Unternehmer fragen, auf welche Art und Weise er denselben decken kann, und wie er die Kapitalien zu den günstigsten Bedingungen erlangen will. Es muss daher vor jeder Finanzierung die Auswahl der richtigen Effektenart stattfinden. Allerdings hat nur die Aktiengesellschaft die Möglichkeit, zwischen verschiedenen Effektentypen zu wählen, da nur ihr infolge ihrer Unternehmungsform die verschiedenen Effektenarten zur Verfügung stehen. Leider ist bei uns, wie auch Böhler*) betont, dem Gesichtspunkt der rationellen Auswahl des Effektentyps weder in Praxis noch in der Theorie die genügende Beachtung geschenkt worden. Nach ihm sind die wichtigsten Faktoren, die in der Praxis diese Auswahl bestimmen — oder bestimmen sollten —, die folgenden:**)

a) der Charakter des zu finanzierenden Unternehmens;
b) die spekulativen Absichten der Unternehmung inbezug auf die Verwaltung und Verwertung des Unternehmens;
c) die Bedürfnisse und Wünsche des investierenden Publikums;
d) die Lage des Geldmarktes.

Unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte ist im folgenden zu untersuchen, wann eine Finanzierung mittelst Obligationen von Vorteil ist und ob sie einer Unternehmung neue Kapitalquellen aufschliesst.

a) Der Charakter des zu finanzierenden Unternehmens.

Wir möchten hier nicht den Einfluss der Unternehmungsform auf die Auswahl der Effektenform darstellen, da schon früher gezeigt wurde, dass prinzipiell nur die Kapitalgesellschaften in der Lage sind, den Obligationenkredit zu beanspruchen, und wir später auf die Reformvorschläge von Felix Hecht und Sontag näher eingehen werden, durch welche der Obligationenkredit auch den übrigen Unternehmungsformen zugänglich gemacht werden soll. Hier ist nur zu

*) Böhler, „Die Finanzierung industrieller Unternehmungen", a. a. O. S. 27.
**) Böhler a. a. O. S. 27 ff.

untersuchen, ob und welchen Einfluss die Art des Risikos und des Ertrages auf die Art der Finanzierung hat.

Da die Industrieobligation keine Teilhaberrechte, sondern Gläubigerrechte darstellt, besteht eine rechtliche Verpflichtung zur Bezahlung eines festen Zinses, der von der Unternehmung in guten und schlechten Zeiten geleistet werden muss. Anders verhält es sich bei den Stammaktien. Diese verbriefen ein Teilhaberrecht und können daher keinen Anspruch auf eine Verzinsung machen. Der Inhaber der Aktie erwartet aber infolge dieser Unsicherheit eine hohe Rendite, so dass sich die Finanzierung mittelst Aktien als relativ teuer herausstellt. Für die Finanzierungspraxis ergibt sich hieraus folgendes:

Unternehmungen mit hohem Risiko und ungleichem Ertrag wählen für die Befriedigung ihrer langfristigen Kapitalbedürfnisse die Ausgabe von Aktien und auf keinen Fall diejenige der Obligationen. Durch ein hohes Obligationenkapital würden sie durch die grosse, gleichbleibende, vom Gewinn unabhängige Zinsenlast zu stark in Mitleidenschaft gezogen. Dies gilt besonders auch für die Kapitalbeschaffung bei Neugründungen, da hier in den meisten Fällen die Ertragsfähigkeit nicht vorauszusagen ist. Unternehmungen aber, deren Ertrag ein regelmässiger, gleichbleibender ist, aber nicht über ein bestimmtes, relativ niedriges Niveau gesteigert werden kann (Gas-, Wasser- und Elektrizitätswerke, Strassen- und Eisenbahnen), müssen den grössten Teil ihres Kapitals durch Obligationen aufbringen, da, wie Böhler*) betont, sonst viele überhaupt nicht zustande kommen würden oder nicht lebensfähig wären. Dies erklärt uns auch, warum bei Neugründungen in Amerika gerade bei diesen Arten von Unternehmungen ein grosser Teil des Kapitals mit Hilfe von Obligationenausgaben aufgebracht werden kann.**) Auch Unternehmungen mit andauernd hohem Ertrag bedienen sich für die Kapitalbeschaffung mit Vorteil der Obligationenausgabe, wollen sie nicht absichtlich eine Verwässerung der Dividenden herbeiführen.***)

b) Die spekulativen Absichten inbezug auf die Verwaltung und Verwertung des Unternehmens.

Eine ausschliessliche Finanzierung durch Aktien hat für die Unternehmer den Vorteil, dass das ganze in der Ge-

*) Böhler a. a. O. S. 28.
**) Siehe oben, S. 29 ff.
***) „ „ S. 20 ff.

sellschaft tätige Kapital am Unternehmerrisiko beteiligt ist, aber es ist auch gleichzeitig an der Kontrolle und am Ertrag beteiligt. Bei einer Finanzierung mit Hilfe von Obligationen erreicht die Aktiengesellschaft, dass mit dem gleichen Aktienkapital die Kontrolle über eine grössere Vermögensmacht erlangt wird, da im allgemeinen der Obligationär keinen Einfluss auf die Verwendung seines Guthabens hat. Auf alle Fälle entgeht ihm ein solcher, was die Leitung der Gesellschaft anbetrifft, da es ihm nicht gestattet ist, ein Stimmrecht auszuüben.

c) Bedürfnisse und Wünsche des investierenden Publikums.

Was die Berücksichtigung des investierenden Publikums bei der Finanzierung anbetrifft, ist zu sagen, dass die Obligation dem Geldgeber eine grössere Sicherheit bietet als die Aktie. Jene verbürgt ein Gläubigerrecht, das unbedingt und vor dem Teilhaberrecht befriedigt werden muss. Die Obligation stellt daher vom Standpunkt des Unternehmers ein billigeres Finanzierungsmittel dar als die Aktie (kleinere Risikoprämie). Da das investierende Publikum in der Schweiz zu Obligationen, seien es öffentliche oder private, im allgemeinen ein grosses Zutrauen besitzt, erreicht sie zudem weitere Kreise von Geldgebern. Die Mentalität des Schweizers ist gerade in diesem Punkt von ausschlaggebender Bedeutung. Während z. B. der Amerikaner oft auf Kosten der Sicherheit einem höher rentierenden Papier den Vorzug gibt, ist es schwer, in der Schweiz grössere Kreise des investierenden Publikums zum Aktienkauf zu bewegen, auch wenn die emittierende Unternehmung für die Sicherheit genügende Garantien bietet. So auch Böhler:*) „Vor allem in der Schweiz ist nur ein relativ kleiner Teil des investierenden Publikums zum Aktienkauf erzogen, so dass durch die Aktie immer nur ein beschränkter Kreis der Personen und damit des verfügbaren Kapitals erreicht werden kann.“ Ganz anders bei den Industrieobligationen. Oft wirkt allein schon die Bezeichnung „Obligation“, wie auch O. Meyer**) betont, recht anziehend, da diese von vielen Geldgebern als mit einer sichern und guten Kapitalanlage gleichbedeutend betrachtet wird. (Was aber durchaus nicht immer der Fall ist.) Ob und inwieweit die Industrieobligationen dieses Vertrauen verdienen, werden wir später sehen.

*) Böhler a. a. O. S. 31.

**) Meyer O., a. a. O. S. 29.

d) Die Lage des Geldmarktes.

Die Industrieobligation bietet dem Kapitalbedürftigen den Vorteil, dass sie jederzeit begebbar ist. Während Aktien in Zeiten wirtschaftlicher Depression überhaupt nicht (die Ertragsaussichten sind so schlecht, dass die Aktien nur unter pari begeben werden könnten, was nach schweizerischem Recht nicht gestattet ist), oder nur zu ungünstigen Bedingungen untergebracht werden können, kann der Kapitalbedarf auch in Zeiten wirtschaftlicher Depression durch Ausgabe von Obligationen befriedigt werden. Konversionsanleihen werden sogar mit Vorliebe in solchen Zeiten aufgelegt, weil dann die Zinssätze niedriger sind. Alle diese Vorteile haben bewirkt, dass die Industrieobligation ein immer beliebteres Mittel für die Finanzierung der schweizerischen Industrie geworden ist und sicher einer immer grössern Beachtung seitens der kapitalbedürftigen Unternehmungen begegnen wird.

Sie ist aber auch nicht nur ein Produkt der Interessen des Schuldners, sondern die auf der Seite des Kapitalgebers bestehenden privatwirtschaftlichen Interessen sind zum wenigsten ebenso wichtig, wie wir im folgenden sehen werden. Es ist vor allem zu untersuchen, inwiefern die Industrieobligation auch dem Geldgeber Vorteile bietet und welche Kategorie der Geldgeber es ist, die ihr Kapital diesem Papier zuwendet. Um diese Frage beantworten zu können, ist vor allen Dingen nötig, auf die Ansprüche, die im gegebenen Fall an eine Kapitalanlage gestellt werden, näher einzutreten. Wir können in dieser Hinsicht zwei Arten von Geldgebern unterscheiden, die sich auf eine ganz verschiedene Mentalität zurückführen lassen:

1. Die eine sucht eine gesicherte Anlage, die einen regelmässigen, wenn auch nicht allzu grossen Ertrag abwirft. Diese Klasse legt das Hauptgewicht auf die Sicherheit, während die Höhe des Ertrages an zweite Stelle tritt. Zu dieser Kategorie der Geldgeber ist der kleinere und mittlere Sparer zu rechnen, da dieser, wie A. Meyer richtig betont, „eine Einbusse an Kapital oder Zins auf seiner Anlage im allgemeinen viel weniger leicht erträgt, als der grosse Kapitalist.“*)

2. Die andere Kategorie verfolgt in ihren Anlagen mehr spekulative Tendenzen, da sie zwar grosse Gewinne erhofft, aber auch Vermögensverluste zu wagen bereit ist. Je nach dem Temperament der Geldgeber wird mehr oder weniger

*) A. Meyer a. a. O. S. 121 ff.

Gewicht auf die Sicherheit gelegt, umso mehr aber auf eine hohe Rendite spekuliert. Es bildet sich so eine ganze Stufe vom relativ sicheren bis zum ausgesprochenen Spekulationspapier.

Wie wird nun die Industrieobligation diesen verschiedenen Ansprüchen gerecht? Trotzdem auch sie inbezug auf Rentabilität und Sicherheit je nach der emittierenden Unternehmung eine grosse Verschiedenheit aufweist, so ist doch im allgemeinen die Tendenz vorhanden, das Hauptgewicht auf die Sicherheit zu legen. Infolge des Vorzuges der Industrieobligationen gegenüber den Aktien bei der Liquidation und infolge der obligatorischen, vom Gewinn unabhängigen, jährlichen Verzinsung haben sie, was die Sicherheit anbetrifft, einen unbestreitbaren Vorteil gegenüber den Aktien. Dazu kommt, dass, wie oben gezeigt,*) für viele Obligationen eine spezielle Sicherheit in Form eines Grund- oder Faustpfandes besteht, heute allerdings in kleinerem Masse als früher, was von A. Meyer in seinen Ausführungen beklagt wird. Er schreibt unter anderem: „... Man ist heute vielfach hiervon (von der Sicherstellung der Industrieobligation durch Grundpfand) abgekommen. Das mag bei den Unternehmungen hingehen, die sich in den Statuten oder im Prospekt zu einer irgendwie bestimmten Maximalgrenze für die Obligationenausgabe verpflichten. Im allgemeinen wäre der sogenannten negativen Hypothekenklausel die häufigere Pfandbestellung vom Standpunkt der Anlagesuchenden vorzuziehen. ...“ **) Zieht man aber in Betracht, dass diese Pfandsicherheiten bei einer eventuellen Katastrophe selten die Ansprüche der Obligationengläubiger decken, so legt man darauf weniger Gewicht. Die grösste Sicherheit liegt nach wie vor in einer vorsichtigen Geschäftsführung und in einem angemessenen Verhältnis des fremden zum eigenen Kapital. Eine generelle Beurteilung der Sicherheit der industriellen Obligationen ist wegen der ausserordentlichen Verschiedenheit der Aussteller inbezug auf Solvenz und wirtschaftliche Lebensfähigkeit überhaupt ausgeschlossen. Unter ihnen finden wir Papiere, die jeder Sachkundige als absolut sichere Kapitalanlagen beurteilt, und solche, denen diese Eignung vollständig abgeht. Dazwischen sind alle Abstufungen vertreten. So verschieden die Sicherheit ist, so ungleich ist auch die Verzinsung. Während die Obligationen einiger hervorragender Industriegesellschaften, in deren Geschäftsführung man volles Vertrauen besitzt, sehr nieder verzinslich sind, müssen

*) Siehe oben, S. 77 ff.

**) A. Meyer a. a. O. S. 59.

andere, wie wir früher gezeigt haben, *) einen hohen Zinsfuss bezahlen, damit ihre Obligationen Abnehmer finden. Man darf allerdings nicht ohne weiteres annehmen, dass eine hohe Verzinsung unter allen Umständen eine Kompensation für weniger grosse Sicherheit sei, da ja, wie wir gezeigt haben,**) verschiedene andere Faktoren ebenfalls einen grossen Einfluss auf die Höhe des Zinsfusses haben. Die Industrieobligation ist also im Stande, sowohl inbezug auf die Sicherheit, wie auch auf die Rentabilität die verschiedensten Wünsche des geldgebenden Publikums zu befriedigen. Wir können mit A. Meyer sagen, dass sich „aus den schweizerischen Industrieobligationen verhältnismässig ertragsreiche und in vielen Fällen auch in bedeutendem Grade sichere Kapitalanlagen auswählen lassen." ***) So wurden die 4-%-Obligationen der Aktiengesellschaft Aluminium Neuhausen im Jahre 1926 mit 97,75 % durchschnittlich notiert, was einer Rentabilität von 4,1 % entspricht. Sie kommt der Rentabilität der eidgenössischen Staatsanleihen nahezu gleich, ein Verhältnis, das wohl nicht ganz gerechtfertigt ist, das aber die grosse Beliebtheit der Industrieobligation dartut. [1]) Dass auch sichere Papiere eine hohe Rentabilität aufweisen, zeigt uns die 7-%-Anleihe der Aktiengesellschaft Brown, Boveri & Cie., Baden, die im Jahre 1926 durchschnittlich mit 103,75 Prozent notiert war, was einer ungefähren Rentabilität von 6,75 % entspricht.

Ein anderes wichtiges Moment, das für die Kapitalanlage in Betracht kommt, ist die jederzeitige Verfügbarkeit. Man verlangt also vom Wertpapier, das erst nach langer Frist rückzahlbar ist, dass es auf einem sicheren Markt stets verkäuflich ist; dies ist aber nur bei solchen Papieren der Fall, die an der Börse gehandelt werden und einen Börsenkurs haben. Diesem Erfordernis entspricht die Grosszahl der schweizerischen Industrieobligationen, da nur wenige, unbedeutende Anleihen an keiner der schweizerischen Börsen kotiert sind. Damit hat die Industrieobligation einen grossen Vorteil vor der Kassaobligation, was auch A. Meyer in seinen Ausführungen betont. [2]) Allerdings wird der Nachteil, der den Kassaobligationen wegen ihrer Nichtkotierung anhaftet, von verschiedenen Autoren bestritten. Nach ihnen braucht sie aus folgenden Gründen nicht kotiert zu sein:

*) Siehe oben, S. 63 ff.
**) „ „ S. 60 ff.
***) A. Meyer a. a. O. S. 60.
[1]) do. S. 60.
[2]) do. S. 65 ff.

Die Kassaobligation ist regelmässig auf kürzere Fristen rückzahlbar als die gewöhnliche Obligation. Will der Inhaber das Papier veräussern, so wird die ausgebende Bank stets bereit sein, das Papier zu kaufen. Weil die Kassaobligation nicht an der Börse kotiert ist, unterliegt sie auch nicht den ständigen Kursschwankungen und wird bei Verfall zu ihrem vollen Werte zurückbezahlt. Für die nähere Untersuchung dieser interessanten Kontroverse verweisen wir auf die angeführten Zitate.*)

Einen Anziehungspunkt für den nicht spekulativen Geldgeber bietet die Industrieobligation infolge ihrer grossen Wertbeständigkeit, die den Aktien abgeht, da diese die Bewegungen der allgemeinen Konjunktur mitmachen, während die festverzinslichen Werte wenig davon berührt werden. Auch innerhalb eines Produktionsjahres sind die Aktien in ihrem Kurse unbeständig. So betrugen z. B. die Kurse der Aktien und der Obligationen im Jahre 1926:

Name der Gesellschaft	Aktie		Obligation	
	Höchstkurs	Tiefstkurs	Höchstkurs	Tiefstkurs
Aluminium-Industrie A.-G., Neuhausen	2940	2550	99,75	96,5
Maschinenfabrik Oerlikon . . .	950	680	100,25	99,5
Chemische Fabrik vorm. Sandoz, Basel	4075	3295	102,5	100,2
Kraftwerke Brusio A.-G. . . .	585	515	104	101,5
Florettspinnerei Ringwald A.-G., Basel	2690	1875	98,5	96,75
Peter, Cailler, Kohler Chocolat Suisse S. A., La Tour-de-Peilz .	241	175	520	504
Berner Alpenmilchgesellschaft, Stans	550	408	104,5	102,75

Wie diese wenigen Beispiele aus den verschiedenen Industriezweigen deutlich zeigen, sind die Obligationen industrieller Unternehmungen bedeutend wertbeständiger als die Aktien.

Einen Nachteil gegenüber der Aktie besitzt die Obligation, weil der Inhaber kein Mitspracherecht in der schuldnerischen Gesellschaft hat und somit auf den Gang der Geschäfte keinen Einfluss ausüben kann. Die einzelnen Obli-

*) O. Meyer a. a. O. S. 31 ff. und die dort angeführten, zahlreichen Zitate.

gationäre besitzen, weil sie örtlich vom Gesellschaftssitz getrennt sind, nicht die Möglichkeit, ihre Interessen wirksam zur Geltung zu bringen, und überdies lohnt der geringe Betrag der einzelnen Obligation für viele die Spesen und die Unannehmlichkeiten eines persönlichen Vorgehens nicht. Trotzdem muss der Obligationär sowohl in seinem eigenen wie auch dem schuldnerischen Interesse gewisse Massnahmen treffen können. Dies kann aber nur geschehen, wenn sich die Obligationäre zusammenschliessen. Während das früher nur auf vertraglichem Wege und in beschränktem Masse möglich war, ist ein solcher Zusammenschluss heute gesetzlich geregelt. Einem schon lange bestehenden Bedürfnis entsprechend, erliess der schweizerische Bundesrat im Jahre 1918 die „Verordnung betreffend die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen", in welcher die Organisation und die Befugnisse genau umschrieben sind. Die Gläubiger bilden ohne weiteres eine Gemeinschaft bei Anleihensobligationen, deren Schuldner in der Schweiz Wohnsitz oder geschäftliche Niederlassung hat und die zu einheitlichen Anleihensbedingungen ausgestellt sind. Der Anleihensbetrag muss aber wenigstens 100,000 Fr. betragen, oder die Zahl der ausgestellten Obligationen sich mindestens auf hundert belaufen. Bei den andern Obligationen, deren Anzahl oder Betrag die obige Forderung nicht erreichen, sowie bei ausländischen Schuldverschreibungen ist eine Gläubigergemeinschaft nur durch die Anleihensbedingungen, sowie Verabredung sämtlicher Gläubiger möglich. (Art. 1 des Gesetzes.) Praktisch hat diese Regelung insofern keine grosse Bedeutung, als die Obligationäre durch den Schuldner vor eine Tatsache gestellt werden, der sie wohl oder übel beistimmen müssen. Für den Anleiheschuldner bietet sie aber grosse Vorteile, weil sie ihm ermöglicht, eine Sanierung leichter vorzunehmen. Dies kam besonders bei den Nachkriegssanierungen den verschiedenen notleidenden Unternehmungen zugute.

2. Reformvorschläge für die Obligationen-Finanzierung.

Schon verschiedene Male haben wir betont, dass nur eine Gesellschaft, die öffentlich Rechnung ablegt, im Stande ist, ihren langfristigen Kapitalbedarf durch Obligationen zu befriedigen. Wir haben weiter konstatiert, dass, abgesehen von einigen wenigen Personengesellschaften, die einen Weltruf besitzen und ein ausserordentliches Vertrauen geniessen, von allen den Gesellschaftsformen nur der Aktien- und Kommanditaktiengesellschaft die Vorteile der Obligationenemis-

sion zugänglich sind, während Personengesellschaften (Einzelfirma, Kollektiv- und Kommanditgesellschaft) und in den meisten Fällen auch die Genossenschaft auf Hypothekarkredite und langfristige Darlehen angewiesen sind, um langfristige fremde Mittel zu erhalten. Die Reformvorschläge von Hecht und Sontag bezwecken nun, den Obligationenkredit auch den mittleren und kleinern Privatfirmen zugänglich zu machen. *) Wir möchten daher in folgendem näher auf diese Vorschläge eingehen und prüfen, ob sie auch für schweizerische Verhältnisse erwünscht und von Vorteil wären.

Hecht und Sontag stimmen überein, dass die gegenwärtige Organisation des industriellen Anlagekredites starke Mängel aufweist. Es wird ferner beklagt, dass Unternehmungen, die kreditbedürftig sind, vernachlässigt werden, hingegen solchen, die des Kredites gar nicht bedürfen, derselbe von den Banken geradezu aufgedrängt wird. Die Wege, die sie zur Beseitigung dieser Mängel vorschlagen, sind aber verschiedene. Während Hecht in der Gründung eines Zentralinstitutes für die Obligationenausgabe das Heil erblickt, will Sontag auf dem Wege der hypothekarischen Beleihung den Obligationenkredit für weitere Kreise zugänglich machen.

Die Ansichten Hecht's sind kurz folgende: Die Finanzierung durch Obligationen kommt nur grössern und grössten Unternehmungen zugute. Der Minimalbetrag für die Börsenzulassung, eine Million (bezw. ½ Million), bedeutet zudem eine Bevorzugung der grössern Unternehmungen. Kleinere Gesellschaften sind auf ihre Banken angewiesen, die solche Kredite in lokalen Kreisen unterbringen, oder sie müssen überhaupt auf diesen Kredit verzichten. Durch die Schaffung eines Zentralinstitutes wird dieser Nachteil nun verschwinden. Dieses Institut kann eine Anzahl solch kleinerer Anleihensbeträge übernehmen und auf Grund derselben seinerseits eine Gesamtobligationenanleihe ausgeben, die dann börsenfähig wird. Das Institut soll aber Obligationen direkt unter seiner Haftung ausgeben können. Als Obligationen sind solche auf den Namen des Zentralinstitutes gedacht. Für die Obligationen ist eine 7—8-prozentige Amortisation vorgesehen. Eine weitgehende Publizität soll dem Institut Vertrauen erwerben und relativ hohe Zinssätze, sowie kurze Umlaufszeit (10 bis 20 Jahre) die Papiere beim Publikum beliebt machen. Das Verhältnis von Obligationen- zu Aktienkapital wird, soweit das Institut eigene Obligationen ausgibt, auf 1:20 oder 1:15 festgesetzt. Es sollen aber nur bereits bestehende und nachweisbar rentable Unternehmungen Be-

*) Matschoss a. a. O.

rücksichtigung finden. Besonderes Gewicht wird auf die Ausgestaltung der Technik der Kreditgewährung gelegt, auf die Schaffung eines kommerziell und technisch vollkommenen Prüfungsapparates. Für die Fundierung des Kredites sind sowohl sachliche wie persönliche Momente zu berücksichtigen, Personal- und Realkredit laufen also ineinander. Was die Aussichten eines solchen Institutes anbetrifft, sagt Hecht: „Ein Kreditinstitut, das einem wirklichen Verkehrsbedürfnis entgegenkommt, rentiert sich immer, und doch verbilligt ein solches Institut auch gleichzeitig den Kredit für den Kreditnehmer.“ Nach ihm wird dadurch ein solides, pfandbriefähnliches Papier geschaffen, das durch hohe Verzinsung usw. Anreiz für den Kapitalisten hat und einem Bedürfnis auf dem Kapitalmarkt entspricht. Diese Ansichten, auf die wir später kritisch eingehen werden, sind in vielen Punkten von Sontag bekämpft worden, bei welchem Anlass er seinerseits Reformvorschläge macht.

Sontag geht aus von der Gründung einer Industrie-Hypothekenbank. Um seinen Plan zu verwirklichen und die Notwendigkeit eines industriellen Grundkredites zu zeigen, sucht er folgende Punkte zu beweisen:

1. Es besteht ein Bedarf der Industrie nach hypothekarischem Kredit.
2. Die grosse Zahl der kreditbedürftigen Unternehmungen wird der projektierten Bank ein ausreichendes Feld der Betätigung sichern.
3. Die Beleihungen können einen solchen Grad von Sicherheit erreichen, dass die bestellten Hypotheken eine geeignete Pfandbriefunterlage abgeben.
4. Diese Pfandbriefe werden eine das wirtschaftliche Gedeihen der Bank garantierende Absatzchance an den deutschen Börsen haben.

Er wünscht also für die Industrie ein ähnliches Institut, wie die in der Schweiz geschaffene Pfandbriefanstalt. Näher auf diesen Vorschlag einzugehen, ist nicht notwendig, da wir bereits Gesagtes wiederholen müssten.

Kritisch ist zu den beiden Vorschlägen folgendes zu bemerken: In der Schweiz fehlen zum Teil schon die Voraussetzungen, von denen die beiden Autoren ausgehen. Bei uns ist die Finanzierung durch Industrie-Obligationen viel verbreiteter und diese Effekten sind beim Publikum beliebter als anderswo. So schreibt auch A. Meyer: „Zu berücksichtigen ist die Tatsache, dass im Ausland die Obligationen industrieller Aktiengesellschaften eine weit geringere Rolle spie-

len als bei uns.“ *) Nicht selten kommen in der Schweiz sehr kleine Emissionen bis hinunter zum Betrage von 100,000 Franken vor. Es sind also nicht nur grosse Aktiengesellschaften, die ihren Kapitalbedarf durch Obligationenausgabe dekken, sondern auch mittlere können von dieser Art der Finanzierung Gebrauch machen, sofern es sich um Aktiengesellschaften handelt. Die Kotierung dieser kleinen Emissionen ist weniger von Wichtigkeit, da diese Effekten meistens in festen Händen bleiben und nur in einem kleinen lokalen Kreis gehandelt werden. Warum durch diese beiden Vorschläge gerade die Personengesellschaften einen Nutzen ziehen sollten, sehen wir nicht ein, da ja Hecht von einer weitgehenden Publizität spricht. Verfügen diese Unternehmungen über genügend Sicherheiten und besitzen sie infolge ihrer guten Geschäftsführung das Vertrauen, so werden sie auch ohne Hilfe dieser Institute genügend Kapital zur Verfügung gestellt bekommen. Ist dies nicht der Fall, so nützen ihnen auch diese Institute nichts, da ja bei der Beleihung „nur bereits bestehende und nachweisbar rentable Unternehmungen Berücksichtigung finden sollen“. Eine Utopie sind auch die Vorschläge Sontag's. Besitzt eine Gesellschaft genügend Anlagen, um den Kredit sicherzustellen, so wird sie einen Hypothekarkredit einem solchen, von Sontag vorgeschlagenen Obligationenkredit vorziehen. Je kleiner aber eine Unternehmung ist, umso weniger Anlagewerte wird sie besitzen, um die Obligationen sicherzustellen. Zieht man noch die grosse Marge in Betracht, die notgedrungen bei jeder hypothekarischen Belastung industrieller Anlagen eingeräumt werden muss, bedenken wir zudem der Schwierigkeiten, denen der Pfandbrief für die Finanzierung des landwirtschaftlichen Kredites begegnet ist, so ist anzunehmen, dass dieser an sich gut gemeinte Vorschlag nie verwirklicht wird. Die Personengesellschaften und kleinen Aktiengesellschaften, die ausser ihrem Eigenkapital noch langfristiges Fremdkapital benötigen, sind auch in Zukunft hauptsächlich auf die Banken angewiesen, die ja gerade in der Schweiz gegenüber gut geführten Unternehmungen bedeutend freigebiger sind als im Ausland. Dabei werden die Kreditkosten kaum höher zu stehen kommen als bei Verwirklichung obiger Vorschläge, da ja hier neben den üblichen Zinsen noch die Amortisationsquote aufzubringen wäre.

*) A. Meyer a. a. O. S. 58.

4. Kapitel.

Vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Industrieobligation ist in erster Linie durch ihre Stellung auf dem Effektenmarkt bedingt. Daher wird hier die Untersuchung vor allem zu zeigen haben, in welchem zahlenmässigen Verhältnis sie zu andern Effektenkategorien, den Staatsobligationen, den Gemeindeobligationen, den Aktien steht.

An Obligationen emittierten von 1907 bis 1928: *)

In Millionen Franken

	Gesamtbetrag	Davon Konversionen	Neuaufnahmen
Eidgenossenschaft **)	2965,3089	468,75	2496,5589
Bundesbahnen	1728,9768	223,055	1505,9218
Kantone	1777,725	292,448	1485,277
Gemeinden	975,051	268,1815	706,8695
Total	7447,0617	1252,4345	6194,6272
Obligationen privatrechtlicher Schuldner	3051,698	337,8324	2713,8656

Aus obiger Zusammenstellung ersehen wir, in welch' grossem Masse die Privatobligationen den Kapitalmarkt beanspruchen. Die während der Zeitspanne 1907 bis 1928 emittierten privaten Obligationen machen einen grössern Betrag aus, als die von der Eidgenossenschaft aufgenommenen Anleihen. Dies zeigt uns deutlich die grosse Bedeutung, welche die Obligationen privatrechtlicher Schuldner im Rahmen der Volkswirtschaft einnehmen.

Eine weitere Aufstellung möge uns zeigen, welchen Anteil die Industrieobligationen an den 3051,698 Millionen Franken der emittierten Privatobligationen nehmen.

*), Erstes Halbjahr 1928.
**) Ohne Dollaranleihen und Kassenscheine.

Die Emissionen der privaten Unternehmungen während der Zeit von 1907 bis 1928 betrugen:

	In Millionen Franken			
	Gesamtbetrag	Davon Konversionen	Neuaufnahmen	in %
Bahnen, exkl. S. B. B.	231,015	11,6404	219,3746	7,57
Banken	982,295	96,05	886,245	32,19
Trusts	633,082	47	586,082	20,74
Industrie	1205,306	183,142	1022,164	39,5
Total	3051,698	337,8324	2713,8656	100

Der Anteil der Industrie an der Emission von Privatobligationen ist überwiegend. Würden wir zu den Industrieobligationen noch die Obligationen der Trusts zählen, so würden diese beiden die Summe der andern Privatobligationen stark übersteigen.

Was das Verhältnis der Industrieobligationen zu den Aktien anbetrifft, verweisen wir auf die Untersuchung auf Seite 32 dieser Arbeit.

Nachdem wir das zahlenmässige Verhältnis der Industrieobligation gegenüber andern Effektenkategorien dargetan haben, möchten wir die volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Effektenform nach der Seite des Geldgebers noch etwas näher untersuchen. Erschwerend fällt hier in Betracht, dass dieser nicht genau bestimmt ist. Es ist uns mangels einer umfassenden Statistik daher nicht möglich, die zahlenmässige Bedeutung der verschiedenen Kategorien von Geldgebern darzustellen. O. Meyer*) zeigt uns in seinen Ausführungen, dass die Kassaobligation als Anlagetitel die Eigenschaft besitzt, Kapitalien, die sonst unproduktiv wären, in vermehrtem Masse anzuziehen. Die Spargelder und Kontokorrentguthaben wenden sich den Kassaobligationen zu, da für diese Anlagen höhere Zinsen bezahlt werden. Diese kurzfristigen Gelder werden dadurch auf längere Frist gebunden. Durch die Ausgabe von Kassaobligationen erzielt man also eine „Intensivierung der kapitalzusammenballenden Anlagearten nach unten“ **) und damit die Möglichkeit der Herbeiziehung von Mitteln, die als gewöhnliche Sparguthaben zu solchen Zwekken nur beschränkte Verwendungsmöglichkeit geboten hätten. Die Inhaber von Kassaobligationen sind nun ihrerseits wieder geneigt, langfristige Obligationen zu erwerben, so dass dieses Wertpapier die Vermittlerin zwischen kurzfristigem Spar- und Kontokorrent-Guthaben und der langfristigen öf-

*) O. Meyer a. a. O. S. 38 ff.
**) O. Meyer a. a. O. S. 38.

fentlichen und privaten Obligation darstellt. Nach den Ausführungen Meyer's hat also die Kassaobligation gewissermassen die Spargelder und die Kontokorrent-Guthaben für sich monopolisiert. Wenn auch die Bewegung Spargelder — Kassaobligationen — Obligationen — in vielen Fällen stimmen mag, wird aber oft diese Mittelstufe ausgeschaltet und direkt aus Spargeldern und Kontokorrent-Guthaben Kapital in Obligationen (öffentliche und private) angelegt. Ist eine Bank an einer Industrie interessiert (sei es durch Beteiligung oder als Emissionsstelle), wird sie die zu emittierende Obligation ihren Kunden empfehlen und so dazu beitragen, die bei ihr liegenden Gelder den Industrieobligationen zuzuwenden. So nahmen z. B. die Vereinigten Drahtwerke Biel A.-G. am 30. September 1929 eine Anleihe von 1,000,000 Fr. zu 5 % für 15 Jahre auf, zwecks Konsolidierung von Bankschulden. Diese Summe war innerhalb weniger Tage unter den Kunden der verschiedenen Banken plaziert. Es ist ohne weiteres anzunehmen, dass hier ein grosser Prozentsatz von Spargeldern für den Kauf dieses Papiers verwendet wurde. In wie hohem Masse sich diese Spargelder und Kontokorrentguthaben direkt den Anlagen in Obligationen zuwenden, ist uns aus schon erwähnten Gründen nicht möglich zu konstatieren. Ebenso wenig kann bestimmt werden, wie zu einem grossen Teil die Anlage in Industrieobligationen direkt auf Kosten anderer Anlagearten gemacht wird. Auf jeden Fall ist anzunehmen, dass durch die Emission von Industrieobligationen sowohl den öffentlichen Anleihen (der Geldgeber will eine höhere Verzinsung), wie auch der Aufnahme von Aktienkapital (grössere Sicherheit und jährlich gleichbleibende, vom Gewinn unabhängige Verzinsung bei Obligationen) ein grosser Teil von Kapitalgebern entzogen wird, so dass diese als ein wichtiger Faktor auf dem Kapitalmarkt in Betracht gezogen werden müssen.

Wir haben schon im vorigen Kapitel gesehen, wie gross die privatwirtschaftliche Bedeutung der Industrieobligation für die Kapitalnehmer ist. Es soll hier noch gezeigt werden, dass die Industrieobligationen in ihrer Gesamtheit nicht nur eine Vergrösserung des Geschäftserfolges der einzelnen Unternehmungen zur Folge haben, sondern darüber hinaus dazu dienen können, der schweizerischen Industrie als einem Teil der gesamten Volkswirtschaft Vorteile zu verschaffen. Schon viel wurde von der gewaltigen Konkurrenzgefahr, der unsere Industrie ausgesetzt ist, geschrieben. Dabei wird mit Recht betont, dass die Industrien anderer Länder unter wesentlich günstigeren Bedingungen arbeiten können, als die unsrige. (Unmittelbare Lage an den Rohstoffzentren, klei-

nere Löhne, längere Arbeitszeit, grösseres zollfreies Absatzgebiet usw.) Die Abwehr gegen diese Gefahr wird in der Schweiz in immer stärkerem Masse einsetzen müssen, will unsere Industrie ihre Stellung auf dem Weltmarkt nicht verlieren. Als Mittel dafür werden bekanntlich angewandt: Herstellung von Qualitätswaren, Erschliessung von aussereuropäischen Absatzgebieten, Verarbeitung von kostbaren Rohstoffen usw. In neuester Zeit wird die Rationalisierung in den Vordergrund geschoben. Durchgreifende technische Rationalisierung soll diese Nachteile gegenüber dem Ausland kompensieren. Dabei wird der Art der Finanzierung nicht immer die gebührende Beachtung geschenkt. Im Gegensatz zu andern Ländern ist bei uns das Fremdkapital zu einem verhältnismässig billigen Preise erhältlich. Die schweizerische Industrie ist daher im Stande, die Nachteile, denen sie gegenüber dem Ausland unterworfen ist und die zu einem höheren Preise ihrer Produkte führen müssten, durch den Bezug billiger Fremdkapitalien, wenn nicht ganz, so doch stark zu kompensieren. Dies geschieht bei kurzfristigen Kapitalbedürfnissen durch Inanspruchnahme billiger Akzeptkredite. Für die Finanzierung auf lange Frist ist die Obligation das geeignetste Finanzierungsmittel, da sie infolge ihrer Billigkeit gegenüber der Aktie die Kapitalkosten und damit die Produktionskosten stark reduziert. Sie wird daher in Zukunft in erhöhtem Masse Anwendung finden müssen. So wird die Industrieobligation zu einem wichtigen Faktor für die Verminderung der Kapitalkosten bei den schweizerischen industriellen Unternehmungen und dient somit zur Verstärkung ihrer Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland.